

أجر دون أداء

الوعود الخاوية
بشأن تعويضات
المديرين

لوسيان بيبتشك
جيسي فريد

نقله إلى العربية
د. هاني الصالح



Original Title
Pay without Performance
The Unfulfilled Promise of Executive Compensation

Lucian Bebchuk and Jesse Fried

Copyright © 2004 Lucian Bebchuk and Jesse Fried

ISBN-10: 0674-02228-9

ISBN-13: 978-0-674-02228-7

All rights reserved. Authorized translation from the English language edition

Published by arrangement with Harvard University Press (U.S.A.)

حقوق الطبع العربية محفوظة للمبشرين بالتملك مع مطابع كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفرد، بوسطن

ماسشوسيتس - الولايات المتحدة الأمريكية.

© 2009 1430

ISBN 0 - 968 - 54 - 9960 - 978

الطبعة العربية الأولى 1432 هـ . 2011

الناشر للنشر

المملكة العربية السعودية - شارع العليا العام - جنوب برج المملكة - عمارة المؤسس للمكتب

هاتف: 2937574 / 2937581، فاكس: 2937580، ص.ب. 6222 الرياض 11517

مكتبة المبشرين 1431 هـ

طبعة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

بيششك، لوسيان

أجر دون أداء / لوسيان بيششك: جيسي فريد:

هاني الصالح، - الروايات 1431 هـ

115 ص: 16.5 × 24

رقم 0 - 968 - 54 - 9960 - 978

1 - الفصل والصال - قوانين ونشر

1 - فريد، جيسي (مؤلف مشارك)

ب. الصالح هاني (مترجم)

ج. الفوازي

هجري: 1440 (01)

1771 / 2431

رقم 0 - 968 - 54 - 9960 - 978

رقم الإهداء: 1771 / 2431

استيوارز التوزيع شركة مكتبة

المملكة العربية السعودية - العليا - تقاطع طريق الملك فهد مع شارع الحمراء

هاتف: 4160018 / 4654434 - فاكس: 4650129، ص.ب. 62807 الرياض 11595

جميع الحقوق محفوظة للنشر. ولا يسمح بإعادة إصدار هذا الكتاب أو نقله في أي شكل أو وسيلة. سواء أكانت إلكترونية أو ميكانيكية، بما في ذلك التوزيع بالبيع «فوتوكوبي» أو التسجيل، أو التخزين والاسترجاع، دون إذن خطي من الناشر

المحتوى

5	تمهيد
11	مقدمة
29	الجزء الأول: الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها
31	1- الرواية الرسمية
43	2- هل كانت مجالس الإدارة نساوم المديرين على مطال ذراعها؟
75	3- قدرة المساهمين المحدودة على التدخل
89	4- حدود قوى السوق
99	الجزء الثاني: السلطة والأجر
101	5- وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين
129	6- العلاقة بين السلطة والأجر
139	7- تفوق المديرين في ساعة الرحيل
151	8- المكاسب التقاعدية
177	9- شروط المديرين
187	الجزء الثالث: فصل الأجر عن الأداء
199	10- التعميصات القائمة على غير حقوق الملكية
213	11- ثمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية
229	12- ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية
249	13- المزيد حول ثمار المصادفة في التعميصات القائمة على حقوق الملكية
271	14- حرية التصرف بمواظف الملكية
189	الجزء الرابع: نظرة إلى الأمام
291	15- تطوير تعميصات المديرين
309	16- تطوير حوكمة الشركات
333	ملاحظات
403	المراجع

تمهيد

هزت موجة فضائح الشركات التي اندلعت في أواخر العام 2001، الثقة في مجالس إدارة الشركات المسهمة العامة ولفتت الأنظار إلى العديد من مكامن الخطأ المعتملة في سياسات تمويزات المديرين. وهناك اليوم وعي عام لتحقيق أن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تنهى ترهيبات تمويزات لا تخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن لا يزال هناك خلاف حول طبيعة تلك المشكلات والإطار الذي ينبغي وضعها فيه. وكذلك أيضاً حول منابع تلك المشكلات، وبطبيعة الحال أيضاً حول سبل معالجتها.

يرى الكثيرون أن المخاوف التي أثيرت حول موضوع تمويزات المديرين مبالغ فيها. يعتقد بعض المراقبين أن ترهيبات التمويزات غير الموثقة قد انحصرت في عدد قليل من الشركات، وأن غالبية مجالس إدارة الشركات قد أدبت على ممارسة دورها على نحو فاعل فيما يخص عملية تحديد أجور المديرين. وبعضهم الآخر يصر بحقيقة الانتشار الواسع لعيوب ترهيبات التمويزات، لكنه يصر على أن تلك العيوب إنما نجمت عن أخطاء برينة وحالات من سوء الفهم أو سوء التقدير من قبل مجالس الإدارة الساعية بطبيعة الحال إلى خدمة مصالح المساهمين. أما اليوم، على حد زعم هؤلاء، وبعد تشخيص تلك المشكلات، فمن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات سوف تلتفت من تلقاء نفسها إلى معالجة تلك المشكلات وتلافي الأخطاء مستقبلاً.

هذهما في هذا الكتاب هو أن نضع القارئ بأن التعامل مع مشكلة تمويزات المديرين بهذه الدرجة من البساطة أمر غير مسوّغ. فأخطاء ترهيبات التمويزات قد اتسمت بالانتشار الواسع، والديمومة، والمنهجية، وهي إنما نشأت عن عيوب بنيوية في نظام حوكمة الشركات الذي يتيح للمديرين التمتع بقدر لا يستهان به من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة. وبالنظر إلى سلطة المديرين ونفوذهم فإن من غير المتوقع أن يكون أعضاء مجالس الإدارة

قد سموا هضلاً إلى الدخول في مساومة على مطالال الذراع مع المديرين التنفيذي بشأن تعويضات هؤلاء. وغواب التعامل الفاعل القائم على منطق مطالال الذراع في ظل النظام الحالي لحوكمة الشركات - وليس الأخطاء العابرة أو زلات الحكم أو سوء التقدير - هو ما كان في حقيقة الأمر المنبع الرئيس لترتيبات التعويضات الإشكالية.

كذلك يهدف الكتاب أيضاً من منظور أكثر عمومية إلى الإسهام في تطوير فهم أفضل للمشكلات الأساسية التي تفتري نظام حوكمة الشركات الحالي. دراستنا لسألة تعويضات المديرين تفتح نافذة نطل منها على مجالس الإدارة لاستكشاف إلى أي حد يمكننا فعلاً الاعتماد على مجلس إدارة الشركة بوصفه حارساً أميناً حريصاً على مصالح حملة الأسهم. نظامنا الحالي على صميم حوكمة الشركات يعطي مجلس الإدارة سلطة كبيرة وصلاحيات واسعة. ويعتمد عليه اعتماداً كلياً في مراقبة أداء المديرين التنفيذيين والإشراف على عملهم. إذا ما انطلقنا من الاعتقاد السائد أن أعضاء مجالس الإدارة يؤدون مهامهم لما فيه خدمة مصالح المساهمين. فإن ترتيبات الحوكمة في شكلها الحالي - والذي يقوم على عزل مجالس الإدارة إلى حد بعيد عن دائرة تدخل المساهمين - تبدو بيساطة مسوّفة ومقبولة. غير أن عملنا الذي نقدمه للقارئ في هذا الكتاب يثير الشكوك في صحة ذلك الاعتقاد وفي الحكمة من عزل المجلس عن حملة الأسهم.

عبر تقديم رؤية شاملة لمظاهر وأسباب إخفاق مجالس الإدارة في تادية دورها المهم والحساس في حقل تعويضات المديرين. نأمل أن تسهم في دعم الجهود الرامية إلى تطوير سياسات التعويضات بوجه خاص ونظام حوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية. إن فهم المناهج الحقيقية للمشكلات القائمة يمثل خطوة بالغة الأهمية على طريق الإصلاح. يقر بعض المراهبين اليوم بأن مجالس الإدارة لم تكن تولى الاهتمام الكافي لمصالح المساهمين. لكنهم يزعمون أن تعزيز دور الأعضاء المستقلين - وهو تطور تدعمه الشروط التي تبنيتها أسواق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة - من شأنه أن يجعل تلك المشكلات ضريباً من ذكريات الماضي. لكن الأمر ليس كذلك على الإطلاق! نطيقنا نوافع الشركات المسهمة العامة يثير بشوة إلى أن حل المشكلات التي أشرنا إليها آنفاً يقتضي جعل أعضاء مجلس الإدارة ليس فقط أكثر استقلالية من نفوذ المديرين وأصحاب المناصب في الشركة. وإنما

أيضاً أكثر شيعية لمحنة الأسهم. لذلك فإننا نقترح استكمال مسيرة الإصلاح عبر تبني بعض الإصلاحات الإضافية التي تهدف إلى تقليص العزل القانوني بين مجالس الإدارة والمساهمين. وباعتقادنا فإن إجراء إصلاحات من هذا القبيل يجسد السبيل الأكثر فاعلية لدفع عجلة التطوير والتحسين قدماً إلى الأمام ليس فقط على صعيد تمويلات المديرين، وإنما أيضاً على صعيد حوكمة الشركات بصورة عامة.

يبنى هذا الكتاب على قاعدة دراسة سابقة بعنوان «تمويلات المديرين في أميركا: قوة المديرين أم استخلاص المكاسب المجانية؟»، كنا قد أجريناها بالتعاون مع ديفيد ووكر في العام 2001. وقد نشرت تلك الدراسة في العام 2002، في دورية القانون التي تصدر عن جامعة شيكاغو University of Chicago Law Review. حاملة العنوان: «سلطة المديرين واستخلاص المكاسب المجانية في تصميم تمويلات المديرين». كذلك يستكمل الكتاب أيضاً من عمل آخر قام به مؤلفا الكتاب، حمل العنوان: «تمويلات المديرين بوصفها واحدة من مشكلات التوكيد»، ونشر في مجلة الأفاق الاقتصادية Journal of Economic Perspectives في صيف العام 2003. وكما تنوه في مواقع عديدة على امتداد فصول الكتاب، فإننا نستند أيضاً إلى المجهود من أعمالنا السابقة الأخرى التي تناولنا فيها موضوع حوكمة الشركات.

عبر مشورتنا مع إعداد هذا الكتاب تلقينا مساعدات جمة نود أن نعبّر لأصحابها هنا عن عميق شكرنا وامتناننا. نوجه أولاً شكراً خاصاً إلى عضول ديفيد ووكر، شريكنا في دراستنا السابقة التي قدمناها في العام 2001. عمل ديفيد معنا في المرحلة الأولى من هذه الدراسة وقدم إسهاماً مهماً في دفعها قدماً إلى الأمام. في خريف العام 2000، دخل ديفيد ميدان الممارسة العملية للعمل القانوني في رحلة تمتد إلى عامين كاملين. وقد اضطر تحت ضغط مقتضيات ذلك العمل إلى التوقف عن متابعة مشوار الدراسة والبحث الذي كنا قد بدأنا معاً. أحكامه الصائبة ووريقته النافذة كلن لها عليهم الأثر في دراستنا التي أنجزناها معاً في العام 2001. والحقبة أننا قد افترضنا تلك الرؤية والأحكام كثيراً بعد مغادرته قطار هذه الدراسة.

كذلك فإننا نود أن نعبّر عن عميق شكرنا لأشخاص آخرين كثيرين على ما أمدونا به من مناقشات ثمينة ومن تعليقات بناءة، سواء فيما يخص مسودات هذا الكتاب أو فيما يخص أعمالنا السابقة التي استندنا إليها في إعداد الكتاب. ونفخص بالذكر مارك أيراموفيتش.

بيترز أيلياوم، أدني أنال، فرانكسكين بالوتي، لورن بار-فيل، ليسا بيرنستين، مارغريت بطور،
 فيكتور برادني، براين تشيفينس، ستيف تشوي، يوب كوتر، براد ديلونج، ميل أيمينيغ،
 تشارلز إلمون، ألين هيريل، ميريت فوكس، جيف غوردون، ميتو غولانسي، دان هالبرين،
 عساف حمداني، شارون هانيس، هنري هانسمان، باول هود جسون، مارسيل كاهان، توماس
 كابلو، إيرا كاي، رايمن كراكسان، ستيفارت غيلان، مايكل ليفين، سول ليفسور، باتريك
 ماكسارن، بوب مونكس، كلفن موريل، ريتشارد بينتر، أدام برينشارد، مارك روي، ديفيد
 شيزر، ستيف شافيل، أندري شيفر، إريك تيلي، تيموثي تابلور، راندال توماس، ديتلف
 فاغنس، ستيف فوجل، مايكل واتشتر، مايكل والدمن، إيلو ويلش، و ديفيد هرمان.

ومن جهة أخرى فقد نلينا أيضاً اقتراحات مفيدة جداً أثناء مشاركاتنا في المؤتمرات
 وورشات العمل المختلفة في العديد من الجامعات، نود أن نتوجه بالشكر إلى عموم الزملاء
 الذين شاركوا في تلك المناسبات في بولت هول، كلية هارفارد للقانون، كلية كينيدي للحكومة
 في هارفارد، كلية الأعمال في هارفارد، الاتحاد الأمريكي لكتبات القانون وقانون الأعمال -
 هيئة تعويضات المدبرين، النمو التي نظمها كلية الأعمال في بيركلي حول «دور القانون في
 خلق القيمة طويلة الأجل لرأس المال المسهم»، ونودورة القانون في جامعة شيكاغو حول
 «إدارة وحكم مؤسسات الأعمال الحديثة».

كذلك فإننا مدينون بالشكر لعدد كبير من الباحثين المساعدين الذين قدموا لنا
 مساعدات جليلة كان لها دور مهم في إنجاز هذا العمل، ونخص بالذكر أليكس أيزين، كريس
 باسل، إيرين كارول، ميسان إيزايل تشانغ، لاسوف غيتمانسكي، ميرندا فونغ، نيكولاس
 هيكس، ماثيو هابن، راين كاتنور، جيسون كوت، كارين مارسيلانو، ماثيو ماكديرموت،
 سيلينا ميدلين، دجيه ميتز، أرون مونيك، جيف ووغنر، و دان وولك. فساعدتهم الشئمة
 ولقائهم في العمل التي نحن نتوجه هنا بشكر خاص إلى مساعدينا الذين عملوا معنا أثناء
 مدة انشغالنا بإعداد الكتاب، وعلى وجه الخصوص إلى ميدلين برغيس، جولي جونسون،
 و أنيتا ساريت، نص الكتاب ما كان ليصل إلى ما هو عليه من الدقة لولا ما حظي به من
 العناية الفائقة في التحرير والتقيق على يد أليكساندرا مالك - كورمالك، جين مارتين، إميلي
 لونغغن، و موشي سيبينوفيتش.

نود أن نتوجه بجزيل الشكر إلى مركز جون إم. أولين للقانون والاقتصاد والأعمال في كلية هارفارد للقانون، كلية هارفارد للقانون، هيئة البحث في بيركلي، وجمعية بولت هول، وذلك للتكرم بتقديم الدعم المالي اللازم لإنجاز هذا العمل. لوسيان بيوتشك يرغب في توجيه شكر خاص إلى المعهد السابق روبرت كلارك، والحالي إلينا كأخا نكلية هارفارد للقانون. وكذلك أيضاً إلى بروسور ستيف شافيل، مدير مركز أولين، لما ذكروا به جميعهم من دعم وتشجيع، كذلك يرغب جيمي فريد في التمييز عن عميق امتنانه لكل من هيرما هيل كاي، جون دوير، وروبرت بيرينغ، مديري مركز بولت هول الأسبق والسابق والحالي.

وأخيراً فإننا ندين بمطعم الامتحان لزوجتنا، أليزا كوهين وناومي فريد. اللتين قدمتا لنا متبناً حيواً لا ينضب للدعم، والنصيحة، والثناء. أولادنا - ألين و يوناتان في حالة لوسيان، وجوشوا و أليزابيث في حالة جيسي - ما كان لهم أن يمدوا تلك الدرجة من التفهم، لكن حلولهم قد أضافت إغناء كبيراً لحياتنا أثناء مدة عملنا على إنجاز هذا الكتاب.

جز برن / يونيو 2004

جيمي

على صعيد الحكم فيما إذا كان عالم الشركات الأمريكية جاداً فعلاً في
إصلاح نفسه يمكن القول إن أجور المدير العام لا تزال تمثل الاختيار
الفاسل. والتناجح إلى اليوم ليست بالمشجعة.

دورين بوفيه رسالة إلى حملة الأسهم في

بيركتاير خلاصة المناقشة العامة/فبراير 2004

مقدمة

هل المشكلة حقا في بعض المناهج المفتة، أم أنه الصديق؟

كيم كلارك، مدير مكتب الاعمال

في ماريلاند، 2003

أثناء مدة الازدهار الطويلة التي شهدتها السوق في التسعينيات سجلت تعويضات المديرين التنفيذيين في الشركات المهمة العامة - أي الشركات المطروحة أسهمها للتداول في أسواق الأوراق المالية - ارتفاعاً كبيراً وصلها إلى مستويات غير مسبوقة أثناء المدة الممتدة بين العام 1992 والعام 2000، تضاعف وسطى الأجر الحقيقي (المصحح بمراماة التضخم) للمدير العام التنفيذي في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500 أكثر من أربع مرات مستقياً من 3.5 مليون \$ إلى 14.7 مليوناً \$¹ وقد كان للتحويلات القائمة على حيازات الأسهم حصّة الأسد من ذلك الارتفاع. حيث تضاعفت قيمة حيازات الأسهم المقدمة للمديرين العامين سبع مرات أثناء المدة ذاتها² وقد تجاوز نمو تعويضات المديرين بوصف معدل نمو تعويضات باقي العاملين في العام 1991، كان وسطى ما يتقاضاه المدير العام في الشركات الكبيرة يعادل على وجه التقريب 140 ضعفاً من أجر العامل المتوسط في العام 2003، بلغت تلك السهبة نحو 500 إلى واحد³

وقد حظيت تعويضات المديرين منذ ذلك الحين بقدر كبير من الاهتمام بين صفوف المستثمرين. وجبراء الاقتصاد العالمي وكذلك أيضاً على صعيد الاطراف المعنية بتنظيم حركة السوق والأوساط الإعلامية وهامة المجتمع على وجه الخصوص وكلما اردت تعويضات المديرين ارتفاعاً، اردت معها ذلك الاهتمام حدة وسجوة حتى إن حساباً قام به

أحد الاقتصاديين يبين أن ذلك النمو المصيب في أجور المديرين أثناء التسهيلات قد رافقه نمو أعنف في عدد ورفاهات البحوث التي تناولت ذلك الموضوع⁴

كذلك فإن تمويضات المديرين قد شكلت منذ زمن موضوعاً ساحساً مطروحاً بصورة دائمة على طاولة النقاش. واجه ارتفاع أجور المديرين كثيراً من النقد من قبل الأوساط العامة، وقد تماطعت حملات النقد أكثر وأكثر عقب فضائح إدارة الشركات التي أحدثت تلفسوا على السطح في أواخر 2001 غير أن التطور الذي شهدته تمويضات المديرين على مدى العقدين الماضيين كان له بالمقابل أيضاً أنصاره الذين دافعوا عنه بقوة وصراوة ووففاً لوجهة نظر هؤلاء. فإن ثرييات تمويضات المديرين. إذا ما خصصنا النظر من بعض العشرات والنواقص وحالات إساءة استخدام السلطة. تمثل إلى حد بعيد حصيلة عمل قوى السوق من جهة وجهود مجالس الإدارة المأولة للمساهمين من جهة ثانية.

هدفنا الرئيس الذي يسعى إليه في هذا الكتاب هو أن يقدم صورة شاملة نوضح كيف أن نمود الجهاز التنفيذي وسلطته الواسعة هما العامل الاساسي المسؤول عن تشكيل تضاريس تمويضات المديرين والوصول بها إلى شكلها الحالي يقوم النموذج الذي يسيطر اليوم على رؤية خبراء الاقتصاد المالي لموضوع تمويضات المديرين على افتراض أن ترتيبات الأجور ما هي إلا نتائج طبيعي لمساومة على مطلق الدراع - مساومة طرفها الأول المديرين الذين يحاولون أن يستأثروا لأنفسهم بأكثر قدر ممكن من المكاسب، والطرف الثاني مجالس الإدارة التي تسعى إلى بلوغ أقصى الممكن من منظور مصالح حملة الأسهم وقد شكل هذا الافتراض أيضاً القاعدة التي قامت عليها أحكام قانون الشركات النافذة لسالة التتمويضات لكننا سوف نبين في فقرات هذا الكتاب أن عملية تحديد الأجور في الشركات المسهمة العامة قد انخرعت بعيداً عن نموذج المساومة على مطلق الدراع.

نعلننا للمسألة بشهر بقوة إلى أن نمود الجهاز التنفيذي قد لعب دوراً معتاحاً في تشكيل ثرييات أجور المديرين. وهذا الدور الكبير لنمود الجهاز التنفيذي من شأنه أن يحصر القسم الأكبر من التضاريس الحالية لتمويضات المديرين. وهو يصور بالفعل ممارسات ونماذج ظهرت خبراء الاقتصاد المالي طويلاً في دراساتهم لسالة تمويضات المديرين.

يسعى في هذا الكتاب إلى الإسهام في بناء وهي أفضل لطبيعة الإحطاء التي تعبري ترفهيات التعميمات الحالية وأليات الحوكمة التي تخلف تلك الإحطاء. وبناء هذا النوع من الوعي أمرٌ ضروري جداً لمعالجة تلك المشكلات. سوف يبين أن الإصلاحات الأخيرة على معهد حوكمة الشركات. التي تهدف إلى زيادة استقلالية مجلس الإدارة من شأنها أن تحسن الاحوال بعض الشيء. غير أن الحاجة تبقى قائمة وملحة لإجراء الكثير من الإصلاحات الضرورية الأخرى. وسوف نعرض بعض الإصلاحات الممكنة التي من شأنها تقليص حجم المؤثرات المسؤولة عما اعتري تمويلات المديرين من تشويه، وذلك عبر زيادة مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة أمام حملة الأسهم.

الرؤية الرسمية وعظاها قصورها

يخلف الجراء الأول من الكتاب عيوب الصورة الرسمية السائدة مما يخص تمويلات المديرين. تفيد هذه الصورة التي تشكل الأساس الذي تقوم عليه ترفهيات حوكمة الشركات في وجهها الحالي بأن مجلس الإدارة يمد ذراعه على مطاله في تعامله مع المديرين التمهدين. ولا سيما فيما يخص القرارات المتعلقة بترفهيات أجور هؤلاء. وسعياً منهم إلى خدمة مصالح حملة الأسهم يمد أعضاء مجلس الإدارة إلى نصمهم ترفهيات التمويلات المجدية اقتصادياً التي تزود المديرين بحوافز تدفعهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المنهم

وعد شكل ادراك مدى تأثير المديرين في حجم وطبيعة الأجور التي يتقاضونها النقطة المركزية في حملات النقد التي تعرضت لها تمويلات المديرين. سواء في الأوساط الإعلامية أو بين صفوف الماشطين من حملة الأسهم⁵. وبالرغم من ذلك فإن المسئلة التي تقول أن مجالس الإدارة تتفاوض مع المديرين بشأن ترفهيات أجورهم على مطال ذراعها قد ظقت طويلاً. ولا تزال إلى اليوم تمثل واحدة من المقدمات المركزية في عالم الشركات. وكذلك أيضاً في معظم البحوث التي تناولت تمويلات المديرين. يعتقد انصار هذه الصورة الرسمية بأنها تعكس إلى حد بعيد الصورة الواقعية. وإذا ما وجدوا أنصهم وجهاً لوجه أمام ممارسات تتناقض مع مسئلة التفاوض على مطال الذراع. فإنهم يجمعون إلى تفسير تشد حالات الشدة على أنها «تفاحات عفنة» لا تعكس الواقع الحقيقي للصندوق كله، أو

على أنها مانحة ببساطة عن هومات أو أخطاء أنية أو بعض وجود سوء الفهم. التي ما إن يتم تشخيصها حتى يسارع مجلس الإدارة الى تصحيحها ونلا في تكرار حدوثها في المستقبل.

تمثل هذه الصورة الرسمية على صعيد عالم الشركات الماعدة العملية التي تقوم عليها الاحكام القانونية التي تيمس عليها السياسات العامة. كما أنها تستخدم ايضاً لتسوية قرارات مجلس الإدارة المتعلقة بالتوصيات امام حملة الاسهم وصانع القرار والهيئات القضائية حيث يجري تصوير تلك القرارات على أنها قد اتخذت من منظور خدمة مصالح حملة الاسهم، الامر الذي يجعلها حديرة بالاحترام والتقدير.

ومسألة المساومة على مطلق الدراع التي تمثل عماد تلك الصورة الرسمية قد لعبت ايضاً قبلاً واسماً في معظم الأعمال البحثية التي تناولت توصيات المديرين. صحيح ان تأثير الجهار التسميدي على أعضاء مجلس الإدارة قد استرعى انتباه أولئك الذين كتبوا عن الموضوع من وجهة النظر القانونية او التنظيمية او الاجتماعية⁵ لكن معظم البحوث التي تناولت أجور المديرين (ولا سيما البحوث التجريبية) أجريت على يد خبراء الاقتصاد المالي. وقد كان لمسألة المساومة على مطلق الدراع دور أساسي في توجيه القسم الأكبر من اعمال هؤلاء. بعض الباحثين في مجال الاقتصاد المالي -سوف متطرق لاحقاً الى مناقشة أعمالهم- تحدثوا عن اكتشافات وصموها بأنها لا تتسجم مع مبدأ التفاوض على مطلق الدراع⁷ غير أن غالبية الاعمال في هذا الحقل قد افترضت ان مبدأ المساومة على مطلق الدراع كان ببساطة مبدأ الموقف في تعامل مجالس الإدارة مع المديرين.

وفق النموذج السائد في عالم الاقتصاد المالي والذي أسميداه هنا مبدأ المساومة على مطلق الدراع، يجري تصوير مجلس الإدارة كما لو أنه يمتدع الدراع على مطالبتها في جميع تعاملاته مع الجهار التسميدي. ويسعى على الدوام الى تعظيم قيمة رأس المال المسهم. والاطراف التي تشبى مبدأ مطلق الدراع في تعاملاتها لديها بطبيعة الحال حواجزها القوية لتجنب المطالبات غير المجدية التي من شأنها أن تقلص حجم المطالبة المرجوة من ترتيبات التفاوض. ومن هنا فإن مبدأ التفاوض على مطلق الدراع قد قاد الباحثين الى الاعتقاد بأن ترتيبات توصيات المديرين لا بد أن تؤدي بوجه أو بأخر الى تعظيم القيمة. الامر الذي

يصير استخدامنا عبارة "التعاقد المجدي" أو "التعاقد المثالي" في سياق الحديث عن ذلك المبدأ في بعض من أعمالنا السابقة⁸

والباحثون في الاقتصاد المائي النظريين مهم والتجريبيين، قد بدلوا جهوداً كبيرة ضمن إطار نموذج مطال الدراع في محاولات ذؤوبة لتفسير ترتيبات التعويضات في شكلها العام الناتج اليوم وتفسير التباين في سياسات التعويضات بين الشركات المختلفة⁹ وبالمثل فإن هؤلاء الباحثين كانوا كلما وقفوا على ممارسات أو سياسات لا تتسق مع منطق الحوافز المجدية اقتصادياً يجهدون أنفسهم في استنباط الحلول البقورية التي تهدد تلك السياسات إلى حظيرة الحوافز المجدية وتهدد وسائل الربط المحددة لحلق نوع من الصلة بين تلك السياسات من جهة ومبدأ التعاقد على مطال الدراع من جهة ثانية. أما السياسات التي استعصت على كل أشكال التفسير، فقد أعطاها الباحثون صمة "الظواهر الشاذة" أو "الانحراف" ووصفوها جانباً على أمل أنها قد نعنني من تلقاء نفسها مع مرور الزمن. أو الأيام القادمة سوف تحمل معها حلولاً إضافية تسمح بتفسير تلك الظواهر ضمن إطار نموذج مطال الدراع.

لا شك أن الرواية الرسمية القائمة على مبدأ مطال الدراع جميلة ومبررة، فضلاً عن أنها تهيئت في العصور شعوراً بالطمأنينة لكن هذا النموذج كما يوضح الجزء الأول من هذا الكتاب، عاجز عن تفسير مواقع حقيقيات تمويلات لمديرين أعضاء مجلس الإدارة كان لديهم على الدوام جملة من الحوافز الاقتصادية التي تدفعهم إلى تأييد الترتيبات التي تناسب أهواء مديري الدرجة المتدنية في الشركة أو على الأقل إلى القبول بتلك الترتيبات ومسايرتها. كذلك فإن عوامل أخرى اجتماعية ومسية كثيرة قد دفعت بأعضاء المجلس في هذا الاتجاه. كروابط الرمال والروح الجماعية، والدافع الطبيعي لتجنب أشكال الصراع ضمن مريق إدارة الشركة بل في بعض الأحيان أيضاً علاقات الصداقة أو الولاء. وعلى الرغم من أن الكثيرين من أعضاء مجالس الإدارة يملكون اسهماً في شركاتهم، فإن دوافعهم المادية إلى معارضة الترتيبات التي تعاقب المديرين كانت على الدوام أضعف جداً من أن تهدو بهم بالفعل إلى أن يسلكوا طريق المواجهة والصراع مع مديريهم العاملين متحمسين لبيع ذلك من أعينهم ومتعصبين شخصية منفصلة. بل لم نقل مكتملة وأخيراً فإن الحدود

الواقعية الضيقة، من حيث أن من وكذلك أيضاً من حيث مصادر المعلومات، قد جعلت من الصعب على أعضاء مجلس الإدارة وحتى على أصحاب الموبا خمسة بينهم، أن يمارسو دورهم بالوجه المطلوب في عملية تحديد الأجور

بعض الباحثين الذين كتبوا حول هذه المسألة ذهبوا إلى الرغم بأن قوى السوق، حتى لو سلماً بتمرض أعضاء مجالس الإدارة وتأثيرات كبيرة من جانب المديرين المتحمدين كصفة بعد ذاتها بإرغام كلا الطرفين. مجالس الإدارة والمديرين على تلبية ترتيبات التمويلات ذاتها التي كانا سيصلان إليها بوسايت الأمور وفق منطق التفاوض على مطالب الدرع. غير أن تحديهما للموقف يعني أن قوى السوق لا تتمتع بالقدرة الكافية ولا بالقوة الكافية لمرضى الترتيبات المطلوبة. صحيح أن بورصة راس المال، وبورصة حكم الشركات، وبورصة المديرين وغيرها من قوى السوق، قد تعرضت بعض القيود على تمويلات المديرين. لكن هذه القيود غير صارمة وغير ملزمة بمعنى أنها تترك هامشاً مريضاً للتجاوزات التي تطوي على حروقات واسعة لنطق التعاقب على مطالب الدراع

إن الرؤية الواقعية لجملة الحواضر والظروف المحيطة بأعضاء مجالس الإدارة تظهر بكل وضوح أن هناك الكثير من العوامل والدوافع التي تحدد بأعضاء المجالس التي تنصرف على نحو معايير تماماً ما هو متوقع بموجب مقتضيات نموذج مطالب الدراع، والإصلاحات الأخيرة. كما في مثال شروط التسجيل الجديدة في أسواق الأوراق المالية التي تسمى إلى تقهيد حرية المديرين المامين في توزيع المكافآت المالية على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة قد تنجح في إصعاف بعض من تلك العوامل، لكنها لن تتمكن من القضاء عليها. وإذا ما اقتصر الأمر على هذا القدر من الإصلاح فإن عملية تحديد الأجور سوف تستمر بكل بساطة في استمرارها بمبدأ من نموذج مطالب الدراع.

السلطة والأجر

بعد أن نمرغ من تحليل هيوب النظرية التقليدية التي تقترض التفاوض على مطالب الدراع، سنتل في الجزء الثاني من الكتاب إلى الرؤية التي تتعلق من أن للجهاز التنفيذي نفوذاً كبيراً ههما بعض تحديد أجور المديرين. إن العوامل ذاتها التي تحد من جدوى نموذج

مطلال الدراع تفهد في الوقت ذاته بأن المديرين قد كان لهم تأثير كبير في تحديد حجم الاجور التي يتقاضونها من شركاتهم. كثيرًا ما شددت ترتيبات التعويضات عن اطار التفاوض على مطلال الدراع لاسباب مبادئ في أعضاء مجلس الإدارة قد تعرضوا لتأثيرات معينة من قبل الجهاز التنفيذي. أو تأثروا بالواقع الود التي تربطهم بالمديرين، أو اختصروا الى الحوافز الحقيقية للمساومة على التعويضات. أو أنهم ببساطة لم يكونوا موفقين في تقدير الابداء العملية للتعويضات التي سدّوها. إن تأثير المديرين على أعضاء مجلس الإدارة قد مكثهم من الحصول على مكاسب مجانية، - مكاسب أكبر بوصفهم من تلك التي كانوا سيحصلون عليها في مساومة حقيقية على مطلال الدراع.

بالرغم من أن مديري الدرجة الممتازة يتمتعون بصورة عامة بقدر معين من التأثير في مجالس الإدارة فإن ابعاد ذلك التأثير تتعلق بعوامل عديدة في نظام الحوكمة الذي تعتمد الشركة والروية القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي تنبأ بأن المديرين الذين يتمتعون بقدر أكبر من السلطة إزاء مجالس الإدارة لا بد أن يتقاضوا أجوراً أكثر ارتفاعاً - أو أكثر استقلالاً عن الاداء الذين يقدمونه - بالمقارنة مع نظرائهم الذين لا يمتلكون ذلك القدر من السلطة. وبالمثل فإن هناك الكثير من الدلائل التي تشير إلى أن أجور المديرين كانت اعلى وأكثر استقلالاً عن ادائهم كلما كان مودهم أوسع وسلطتهم أكبر.

هناك بالطبع حدود للترتيبات التي يمكن أن يوافق عليها أعضاء المجلس، التي يمكن أن يسميها المدير من قوى السوق كبورصة حكم الشركات على سبيل المثال. قد تعاضد مجلس الإدارة إذا ما قام بتسريح ترتيبات اجور تبدو مجعنة بصورة فاصحة. وقد يضطر أعضاء المجلس والمديرين في حالة كهذه إلى تحمل التبعات الاجتماعية التي قد تترتب على فعلتهم. غير أن تلك القيود التي تفرضها قوى السوق والقوى الاجتماعية تبقى ويا للأسف بعيدة كل البعد عن القدر المطلوب من الشدة والحزم، وتسمح بهامش واسع للإضرار ببدءاً عما يمليه مطلق التفاوض على مطلال الدراع. إن تبني ترتيبات معجزة لصالح المديرين مادراً ما تترتب عليه أي عواقب اقتصادية أو اجتماعية حقيقية. إلا إذا كانت تلك الترتيبات على درجة غير مسبوقة من الفساد أو كانت بعبارة أخرى من النوع الذي لا يمكن نسويعه أو التناصي عنه

تحدد هو لقب «السلطة» وفقاً مهماً في بيان الصورة القائمة على سلطة الجهاز التعمدي. عندما يقدم مجلس الإدارة على تمرير ترتيبات أجور تطوي على محاسبة واصعة للمديرين، فإن حدة المواقف الاقتصادية والاجتماعية التي قد تترتب على أعضاء المجلس والمديرين من جراء ذلك تتوقف بالدرجة الأولى على ردة الفعل التي تستثيرها تلك الترتيبات لدى بعض الأطراف الخارجية المعنية التي لا يتولى المديرين أو أعضاء المجلس على تحملها. إن ترتيباً يثير لدى الأطراف المعنية مشاعر السخط والاستياء من شأنه أن يصعب من تأجيل حملة الأسهم لاستحباب المناسب على صعيد المناقشات الانتخابية وكذلك أيضاً على صعيد مواجهة عروس الاستيلاء. كذلك فإن السخط قد يدفع حملة الأسهم إلى ممارسة أشكال الضغط على المديرين وأعضاء المجلس، فضلاً عن أنه قد يخرج هؤلاء ويضر بسمعتهم. وكلما كبر حجم السخط المتوقع أن يثيره ترتيب معين من ترتيبات الأجور كبر معه حجم الجرح الذي سيحضر به أعضاء المجلس لدى تمرير ذلك الترتيب، وتعاظم أيضاً حجم تردد المديرين في المطالبة بمثل ذلك الترتيب.

إن الدور المهم والحماس الذي يهتم به لطبيعة اندراك الأطراف الخارجية المعنية للترتيبات المتعلقة بتعويضات المديرين، والاهمية التي تحتسب لمواقف السخط، من شأنهما أن يفسرا الموقع المهم الذي يهبط به عنصر آخر لم يأت على ذكره بعد، من عناصر الصورة القائمة على سلطة الجهاز التعمدي، «التنويه». إن الحاجة إلى تقليص حجم السخط تعلق لدى مهندسي ترتيبات التعويضات دافعاً يهدو بهم إلى لعب الحقائق المتعلقة بحجم التعويضات واستقلالها عن الأداء بالعموم من جهة، والاهتمام بتعويضاتها من الناحية القابلية من جهة أخرى - أو بالأحرى، وبعبارة أكثر عمومية، إلى انتهاج سياسة التنويه. وهكذا فإن عنصر التنويه يسمح للمديرين يحدد مراد من المكاسب على حساب حملة الأسهم. والأهم من ذلك أن محاولات التنويه قد تقود إلى تبني ترتيبات أجور مبرمجة من شأنها أن تصب من حوافر المديرين وتؤثر من ثم سلباً على أداء الشركة معرضة حملة الأسهم لحسابات كبيرة تتوق بوصف الحسارة المباشرة المثلثة في التعويضات السطية بعد ذاتها

سوف نسوق في الجزء الثاني من الكتاب أدلة تؤكد أن ترتيبات التعويضات كثيراً ما كانت تصمم وعي مصممها على وسائل التنويه التي تسمح بإحفاء حجم المكاسب الحقيقية

وتحصيل حدة الضغط. لقد عمدت الشركات على نحو منهجي إلى اتخاذ إجراءات تقلل من الشكافية هما يخص القيمة الإجمالية لتعويضات المديرين ودرجة حرورها من قيود الارتباط بالأداء. وقد وجدت مصلحة المديرين في إحلال الصياغة محل الشكافية عطاها الشرعي في العديد من سياسات التعويضات المصممة خصيصاً لتمرير النموية من شاكلة تقديم الإيرادات الإضافية بعد التقاعد وترهبات العقود الاستشارية، والتعويضات الموجبة وبرامج التقاعد وفروص المديرين وغيرها وبصورة عامة فإن دفع النموية يهدي كفاية عالية في تفسير جوانب عديدة من تضاريس تعويضات المديرين ما كانت لتقبل أي تفسير آخر.

الاجر مقابل الاداء، والوصول الطاوية بشأن اجور المديرين

أولئك الذين سمقوا لارتفاع تعويضات المديرين ذكروا كثيراً على المكاسب التي ستعود على حملة الأسهم من جراء تمرير حوافر المديرين على تنظيم قيمة رأس المال المسهم. وفي الواقع فقد عمد بعض من كبار أعلام الاقتصاد المالي في بداية التسعينيات من شاكلة مايكل جيبسن وكيفن مورفي إلى الإلحاح في حصص حملة الأسهم على اظهار مزيد من القبول حيال رزم التعويضات الضخمة التي ينتظر منها ان مروود المديرين بحوافر قوية تدفعهم إلى أداء أفضل¹⁴ وتبعاً لرؤية هؤلاء فإن حملة الأسهم مدعوون إلى الاهتمام بمروود المديرين بحوافر تتمتع بما يكفي من القوة كثر اهتمامهم بالمبالغ التي ستصرف على اجور المديرين.

وبالمثل فقد أبدى حملة الأسهم على مدى العقد الماضي نقباً كبيراً لارتفاع اجور المديرين بصفته ثماً لا بد من دفعه من أجل تطوير حوافر الجهاز التنفيذي في الشركة وقد جرى تصوير التعويضات المرتفعة على أنها شرط أساسي لتطوير حوافر المديرين الأمر الذي يجعل منها استثماراً مربحاً في الاتجاه الصحيح ولكن لسوء الحظ فإن القسم الأكبر من التعويضات الإضافية المقدمة للمديرين لم يكن مرتبطاً بأداء هؤلاء وحملة الأسهم لم يحصلوا على مروود متناسب مع التكاليف الإضافية التي تحمّلوها.

وكما أوضح في الجزء الثالث من الكتاب فإن المديرين قد وظفوا مودهم من أجل الحصول على تعويضات أعلى وذلك عبر ترتيبات تعتمد حصل الاجر إلى حد بعيد عن

الأداء. فقد كان بمقدور الشركات أن تحقق الزيادة ذاتها في الحوافز بتكلفة أصغر جداً أو أن توظف المبالغ لصروفه ذاتها للحصول على حوافز أكبر جداً. إن حساسية أجور المديرين لأدائهم أكبر جداً مما يفيد به الاعتقاد السائد بصورة عامة.

بالرغم من أن الترميزات القائمة على حقوق الملكية قد حظيت أخيراً بالقدرة الأكبر من الاهتمام، فإن القسم الأكبر من أجور المديرين يأخذ أشكالاً أخرى غير حقوق الملكية كالراتب والمكافآت على سبيل المثال. تشير الدلائل إلى أن الترميزات النقدية - بما فيها المكافآت الاستثنائية - كانت في أحسن الأحوال صميمة الصلة بمستوى أداء الشركة مسوياً إلى أداء الشركات النشطة في حق العمل المعني. كانت تلك الترميزات توزع بمعاء حتى على المديرين الذين يقدمون أداءً متوسطاً بالمقارنة مع نظرائهم في شركات النحل الأخرى، وفضلاً عن ذلك فإن حبره الاقتصاد المالي لم يمهروا اهتماماً كبيراً إلى الأشكال الأخرى للترميزات التي لا تقوم على أساس حقوق الملكية التي داب المديرين على تقاصيها بتواتر كبير ومن أمثلة تلك الترميزات: الفروص لمسررة والرواتب التعاقدية والترميزات المعلقة، ومختلف أشكال التسهيلات تلك الترميزات التي لم تسترع الكثير من الانتباه التي تأخذ في بعض الأحيان أبعاداً كبيرة جداً، لم تكن تتأثر الا فيما بدر بواقع أداء الجهاز التنفيذي.

على صوء تاريخ الترميزات القائمة على غير حقوق الملكية والذي شهد بضمف الرباط بينهما وبين أداء الجهاز التنفيذي فإن حملة الاسهم. وكذلك أيضاً منظمي حركة السوق في سعيهم إلى جعل الأجور أكثر حساسية للأداء قد وجهوا أنظارهم أكثر فأكثر نحو الترميزات القائمة على حقوق الملكية - الترميزات التي تستند إلى قيمة رأس مال الشركة - وأيدوا اعتماد هذا النوع من الترميزات. وقد أخذ القسم الأكبر من الترميزات القائمة على حقوق الملكية شكل «خيارات الاسهم» - خيارات تسمح بشره عدد معين من اسهم الشركة بسعر محدد (سعر الاستخدام) إما بزيادة بقوة الترميزات القائمة على حقوق الملكية التي يمكن أن تزود المديرين من حيث المبدأ بالحوافز المطلوبة لكن لسوء الحظ فإن المديرين قد تمكنوا من استثمار نفوذهم في فرص ترفييات خيارات تبعد كثيراً عن منطق التعاقد على مطالع الدراع. وذلك في الاتجاهات التي تناسب مصالحهم وأهواءهم. ونتائج تحليلنا تبين

أن برامج التحويلات القائمة على حقوق الملكية قد سمحت للمديرين بحصد مكافآت ضخمة حتى في حالات الأداء المتواضع أو الضعيف.

وعلى سبيل المثال فقد فشلت الشركات في فترة ارتفاعات أسعار الأسهم التي تعود بالدرجة الأولى إلى توجهات عامة على صعيد حقل العمل المعنى أو إلى تطورات هامة على صعيد السوق التي لا فصل فيها على الإطلاق لأداء المديرين. فبالرغم من توفر طيف واسع من السبل والوسائل التي تسمح بمقارنة هذا النوع من «ثمار المصادفة» ظلت المالبية العظمى من الشركات متمسكة ببرامج الحوافز التقليدية التي تضمن بقاء القسم الأكبر من تحويلات حقوق الملكية المقدمة للمديرين في معزل عن التأثير بأداء هؤلاء وبالإضافة إلى ذلك فقد دفعت الشركات على إعطاء المديرين حرية واسعة للتصرف بما يقدم لهم خيارات وأسهماً سياسة عادت على المديرين بالكثير من المكاسب والأرباح، وكلفت بالمقابل حملة الأسهم عالياً. ول سوء الحظ فإن معظم مجالس الإدارة التي تذهب اليوم إلى تغيير برامجها بخصوص التحويلات القائمة على حقوق الملكية استجابة لما تتمركز له من سموم حارضية لا تزال فعيل بوصوح إلى يجب البرامج التي من شأنها أن تقضي كلياً على ثمار لمصادفة تلك والادعى من ذلك أن تلك الشركات تتحول إلى برامج أخرى من شائكة البرامج القائمة على الأسهم المقيدة. عاجزة تماماً عن التخلص من ثمار لمصادفة بل بها قد تريد من احتمال تلك الثمار في بعض الأحيان.

انتقادات من نوع آخر تستهدف بدورها تحويلات المديرين

تواجه سياسات تحويلات المديرين أشكالاً كثيرة أخرى من النقد يستند بعضها إلى وجهات نظر أيديولوجية، بينما يتناول بعضها الآخر الموضوع من جانبه المنهجي. ومن المهم هنا أن نوضح منذ البداية أن نظرنا إلى موضوع تحويلات المديرين تختلف جذرياً عن مجمل أشكال النقد الأخرى. في الواقع فإن مواقفنا تجاه بعض جوانب الموضوع أقرب إلى صلب مؤيدي ترتيبات الأجور «نحالية» منها إلى صمود بعض أشكال النقد الأخرى التي تحاول التلصق من تلك الترتيبات.

في البداية هناك وجهة النظر الأخلاقية القائمة على مبدأ العدالة - وقد يشير إليها البعض باسم «وجهة النظر الشعبية» التي تدار من حيث المبدأ مسألة تصخم الأجور إلى ذلك الحد. وبمبدأ لوجهة النظر هذه. وبعض النظر عن أي تداعيات عملية فإن إعطاء المديرين أجوراً تصل إلى مئات أضعاف ما يتقاضاه غيرهم من الموظفين الآخرين هو أمر بعيد كل البعد عن معايير العدالة ولا يمكن قبوله في أي حال من الأحوال.

وانقاداً لسياسات تمويزات المديرين لا يبيع على الإطلاق من وجهة النظر تلك. إن مقاربتنا للموضوع تتبع من رؤية براغماتية حالصة تولي اهتماماً كبيراً للتداعيات والنتائج وهي مقاربة تركز بالدرجة الأولى على قيمة رأس المال المسهم وأداء الشركات (ومن ثم أداء الاقتصاد ككل). أننا ما كنا لننصر على تمويزات في مستوياتها الحالية أو حتى في مستويات أعلى من ذلك. لو أن تلك التمويزات كانت تعدل على نحو ضمني مصالح حملة الأسهم عبر ما تخلقه من حوافز لكن ما يخلقها هو أن تزيح التمويزات الممول بها اليوم لا تحظى ذلك المعيار.

كذلك من المهم أيضاً أن نغير موضوعاً إزاء سياسات التمويزات من وجهة النظر التي تقول إن الحوافز المالية ليست على تلك الدرجة من الأهمية هيما يخص بمدير مديري الدرجة المتأخرة ومن ثم فإن تنظيم قيمة رأس المال المسهم لا يستدعي على الإطلاق تقديم رزم ضخمة من الأجور. منذ منتصف القرن الماضي على أقل تقدير ذهب بعض علماء النفس المتخصصين في عالم المال والأعمال إلى الرعم بأن مديري الشركات الذين يتمتعون جميعهم بوضع مادي ممتاز أصلاً، يتحركون بالدرجة الأولى بفعل عوامل من شاكلة الحاجة إلى كسب مزيد من الاحترام وتحقيق الذات. وما شابه ذلك¹¹ وتبعاً لتلك الرؤية فإن «القوة المحركة الحقيقية التي يحرك المدير النموذجي لا تجسد في المال. وإنما في ذلك الإحساس العميق بالسعادة الداخلية لأنه بمجرد عملاً صعباً وشاكلاً ياتقان والحداد¹² ويعوجب ذلك فإن زيادة حجم الأجور المقدمة لمديرين يتقاضون أصلاً أجوراً متصاعدة. كما تقول حجة هؤلاء، لن يكون لها أي أثر على أداء أولئك المديرين، ولن تتعدى كونها ببساطة مضخمة لأموال حملة الأسهم.

وحلأفأ تلك الترففة فأسأ مشأطر مؤسدي ترقيآت الآور آآآآة أضرأصهم الادي
 ٲقؤل أن المديريين على آآآلاف مشأريهم ٲتأشرون إلى آد بعء بالآواهر المآآة أنآا نناق
 معهم على أن ٲقءهم الآور السآبة بهءف آلق الآواهر الإٲآآآية المآآوبة قء ٲمآل بالفعل
 أسرآآآآية نعوٲصآت آآآة نآءم آلقاً مصآآع آملة الآهم. وآآ الوآق فآإن آقآبة أن
 المديريين (وكذلك أٲصاً آعضاء مآآآس الإءارة) ٲتأشرون بالآواهر المآآية وأن نءبهم
 مصآعة ملموسة فآ رآاة آورهم. نآب ءور بالآ الأهمية فآ آآآلنا سموسوع. مآ ٲقآما
 هو ٲبساآة أن المديريين قء أسآولوا آرآباً على مآآة، النعوٲصآت. الأمر الادي قاء إلى
 ترقيآت نآجر عن تروء المديريين بالآواهر المآآوبة.

وأآبرأ فآإن مآ المءء التآآءد على أن لنقآآنا لترقيآت آور المديريين لآ ٲتركز مآلقاً
 على آآم النعوٲصآت التي ٲقآصآها المديريون. إن آرتقآ مستوٲآت الآور لآ ٲمآي بعء
 ءآة مآ وآة نآرأاً أن ترقيآت النعوٲصآت نآعرف عن مءءا النقآءد على مآآل الآراع.
 وأسآآآآا ٲلآ الآصرآب عن ءلك المءءأ كآ ولا ٲرآل ٲمآل آآة آامة ٲسآء بالءرآة
 الأولى إلى آآليل موصوعي لعملآآت نآءءء الآور. وكذلك أٲصاً إلى ءرآة ءقآة للٲمة
 عبر المآءية والمشوة، والصبآية التي نآمر ترقيآت الآور آآآة وٲالنسبة لآ فآإن
 أنءلآس القاطع على سلطة المديريين فآمآ ٲضآ الآور لآ ٲكمآ فآ آرتقآ مستوٲآت الآور
 وأما فآ ظواهر مآل وءوء نآسب وأصب ٲبآ السلطة والآجر والاستآءام المنآجي لسيآآت
 النعوٲصآت التي نسمح بالآقآهم على آآم الآور ومءى آسآبآها للآء. وكذلك أٲصاً
 آءاق المآآب ءون مآآبل على المديريين المآآرين.

آآم الرهآ

مآ هي ءرآة أهمية قضية آور المديريين؟ مآ الادي ٲآسبر المرء على قراءة كآآ ٲرمآه
 آول هءا الموصوع؟ رٲمآ ٲتسآأل التهمآ فآمآ آءا كآا لنعوٲصآت المديريين أآر آقآآآي
 آقآقي على مصعء قعآاق الشركآت. وءه ٲءب بعضهم إلى الرعم ٲلآ المشكآآت الكآمة فآ
 آلق نعوٲصآت المديريين لآ نآلك أن نؤآر الآلى مآو طمٲف قسط فآ آآآآي آسآآت آملة
 الآهم. ولءلك فآإن تلك المشكآآت هي بالءرآة الأولى ءآ صفة رآرية

لكن، حتى لو سلمنا جدلاً بأن الصلة الزمنية غير مهمة، فإن موضوع تعويضات المديرين يتمتع بأهمية عملية كبيرة بالنسبة لحملة الأسهم وكذلك أيضاً بالنسبة لصناع القرار ومهندسي السياسات والاحطاء التي تصري ترتيبات التعويضات تقرر من تكاليف كبيرة على حملة الأسهم، في البداية هناك فائض الاجر الذي يحصل عليه المديرين بفضل ما يتمتعون به من سلطة ونفوذ، والمقصود هنا بمائض الاجر هو الصارق بين ما يتقاضاه المدير بفضل سلطته ومووده من جهة وما كان سيتقاضاه في ظل تعاقده على مهال الدراع من جهة ثانية وثيقاً للنتائج التي يضمنها ياميف عرستين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب الى توثيقها على نحو مفصل في دراسة جارية¹³ فإن المبالغ التي تصدرج ضمن اطار فائض الاجر لا يمكن على الإطلاق عددا «فكرة عمدة» (مبالغ زهيدة بخسة) بالنسبة لحملة الأسهم.

أثناء عدة خمس السنوات الممتدة من 1998 وحتى 2002، بلغت التعويضات المقدمة للمديرين الحصة الأوائل في كل من الشركات المتضمنة في قاعدة بيانات المديرين الشهيرة اكسيكو كومب. مجموعة على عموم الشركات المتضمنة في قاعدة البيانات والبالغ عددها 1500 شركة. قيمة اجمالية تقارب 100 مليار \$ (مقاسة بدولار العام 2002) والقيمة الحالية المرسلة لمجموع تعويضات المديرين الحصة الأوائل في عموم الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة تمثل بدورها أيضاً قيمة كبيرة جداً، على مدى عشر السنوات الماضية واكب معدل نمو اجمالي تعويضات المديرين خطوط خطوط معدل نمو اجمالي القيمة المرسلة في عموم الشركات المسجلة في اسواق الاوراق المالية. وإذا ما فرضنا ان مجموع تعويضات المديرين سينتج بموود بالتزامن مع اجمالي القيمة المرسلة في السوق، أو ان حصة المديرين في مجموع أرباح الشركات سوف تحافظ على مستوياتها الحالية، فإن القيمة الحالية المرسلة لمجموع تعويضات المديرين الحصة الأوائل في عموم الشركات المسهمة العامة المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية قد تبلغ ما يقارب نصف تريليون دولار ولذلك فإن المكاسب التي ستعود على المستثمرين إذا ما أمكن إبتعاد زهيب التعويضات المبرطة دون اصعاف حوافز المديرين، لن تكون زهيدة قطعاً، بل سيكون لها أهمية حقيقية من الناحية العملية.

وختصاراً عن ذلك وربما أكثر منه أهمية، فإن تأثير المديرين في ترتيبات التعويضات يصفف الحوافز المتضمنة فيها ويعمل عليها التشويه وبتقديرنا فإن انحصار قيمة راس المال

المسهم المأجور من ضعف الحوافز وتشوهها - وليس الانخفاض الناتج عن الارتقاع المفرط في أجور المديرين - قد يمثل الخسارة الأكبر التي يتحملها حملة الأسهم بفعل تأثير المديرين في ترتيبات التمويضات

سألت في تحليلنا مشكلتين التثبي من مشكلات الحوافز التي دأبت ترتيبات التمويضات على تقديمها المشكلة الأولى تتجسد في أن ما قدمته ترتيبات التمويضات من حوافز لمردع المديرين من التراخي والإهمال وحشهم على بدل مريد من الجهد لتحسين قيمة رأس المال المسهم كان بسيطة أصعب بوضوح مما يمكن تحقيقه في ظل نماذج قائم على مبدأ مطال الذراع. إن استقلال كلا النوعين من تمويضات المديرين - القائمة على مبر حقوق الملكية وتلك القائمة على حقوق الملكية - عن الإسهام الحقيقي لاولئك المديرين في تطوير أداء الشركة كان أكبر كثيراً مما قد تعضي به النظرة السطحية العابرة. ولا شك في أن زيادة حساسية الأجور للأداء من شأنها أن تعود بمكاسب كبيرة على حملة الأسهم

أما المشكلة الثانية فتكمن في أن سياسات التمويضات السائدة قد خلقت أيضاً بعضاً من الحوافز المكسبة الشاذة وعلى سبيل المثال فإن فائدة المديرين على التصرف بحرية بالمعارف والأسهم المقدمة لهم قد خلقت لديهم مواقف شخصية حدث بهم إلى التلاعب بالنتائج والتمسك على الأحيار السيئة واحتثار المشروعات والإستراتيجيات الأقل شمولية والأقل انكشافاً على السوق. ومن هنا فإن تحسين برامج التمويضات من شأنه أن يعود على حملة الأسهم بموائد كبيرة عبر تقليص حجم الخسائر التي يتحملونها من جراء تلك الممارسات الشاذة

نظرة إلى الأمام

ستقل في الجزء الرابع من الكتاب إلى مناقشة بعض النتائج التي يطلقها بها تحليلنا على صعيد تمويضات المديرين وكذلك أيضاً على صعيد نظام حوكمة الشركات بصورة أكثر عمومية في ظل الصعوبات التي تحول دون بناء علاقة قوامها مبدأ مطال الذراع بين مجالس الإدارة من جهة والمديرين من جهة ثانية تتضح أهمية أن يمدد حملة الأسهم إلى التدقيق والتمحيص في تمويضات المديرين للتحقق من جدوى ترتيبات الأجور المعمول بها يلقي

تحليلنا الصوره على أنصاف برامج الترميم التي ينبغي على هيئات المستثمرين دعمها ومن أمثلته ذلك أن يعمد المستثمرون على سبيل المثال إلى الضغط على الشركات ليدفعها إلى استخدام برامج ترميم حقوق الملكية التي تضمن فترة ضمان المصانعة وعراها جانباً واتخاذ التدابير الكفيلة بربط الأجور بقوة بالأداء الذي يقدمه الجهاز التمهدي. ووضع حدود حقيقية لحرية المديرين في التصرف بحواجز الملكية المقدمة لهم.

لما كان الضغط والرقابة الخارجيان يمثلان وسيلة ناجعة لكشف ما قد يقوم به الجهاز التمهدي من محاولات لانتزاع المكاسب لنفسه على حساب الشركة فإن تحليلنا يعمد بأن ترتيبات الترميم يجب أن تكون على درجة عالية من الشفافية لا يكفي أن تكون المعلومات مناحة للمعوم وأن يكون بمقدور فئة محدودة من المتخصصين ومصرفي السوق الوصول إليها واستنهاضها والإفادة منها بالنظر إلى أهمية دور الأطراف الخارجية. من حيث الإدراك وردود الأفعال. وكذلك أيضاً من حيث الرقابة والمتابعة. يمكن التجرم بأن الشفافية تمثل عاملاً حاسماً مهما يخص الحد من قدرة المديرين على التأثير في ترتيبات الترميم وأعمال التشويه في مصابيحها.

إن تطوير ترتيبات الترميم لتصبح أكثر انسجاماً مع مبدأ التعاقد على مطلق الدراع. والدفع بمجالس الإدارة لممارسة رقابة أكثر فعالية على أداء المديرين بوجه عام. مهمتان أصعب كثيراً مما يعتقد الكثيرون. تمرر من الإصلاحات التي تم تبنيها أخيراً على الشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية (سوق نيويورك للأوراق المالية فاسدك وسوق الأوراق المالية الأمريكية) أن يكون غالبية الأعضاء في مجالس إدارتها من الأعضاء المستقلين أي من الأعضاء الذين لا يشغلون أي منصب وظيفي آخر في الشركة ولا تربطهم بها أي علاقة عمل أخرى. كذلك تمرر من الإصلاحات الأخيرة على تلك الشركات أيضاً أن تقوم بتشكيل لجان الترميم ولجان الترشيح من الأعضاء المستقلين حصراً وأن تطرح خطط الترميم القائمة على حقوق الملكية للتصويت عليها من قبل عموم المساهمين. غير أن تحليلنا يشير إلى أن تلك الإصلاحات. وبالرغم من أنها تحمل على الأرجح قدرأ لا بأس به من الفائدة لا يمكن الاعتماد عليها في سبيلها إلى خلق علاقة قوامها التعامل على مطلق الدراع بين أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التمهدين. علاقة تشكل القاعدة الصلبة التي يقوم عليها نظاما الجدير لموكمة الشركات.

ما الذي ينبغي فعله إذا أردنا دفع مجالس الإدارة إلى الانضباط بدورها الحساس بالشكل المطلوب، فإن علينا أن نركز ليس فقط على عزل أعضاء تلك المجالس عن دائرة نفوذ المديرين وإنما أيضاً على ضرورة إصعاف العمل القائم حالياً بين أعضاء مجالس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. فهنا ينبغي أن ننظر من تنمية أعضاء مجالس الإدارة للمديرين التمهيديين. علينا في الوقت ذاته أن نسعى إلى زيادة توعية أولئك الأعضاء لحملة الأسهم.

وحسب عندما يتكشف ضعف ويؤس أداء المجلس ويعمُ الانتهاء بين صفوف المساهمين فإن ما يواجهه أعضاء المجلس من تهديد لمصيرتهم، سواء عبر منافسة انتخابية أو عبر صفقة استهلاء، من قبل أحد المنافسين. لا يتعدى كونه تهديداً طفيفاً جداً وهذا الوضع لا يجوز له أن يستمر بما ينطوي عليه من خلل في موارد القوى. إذا أردنا أن نحقق تحسباً حقيقياً في أداء مجالس إدارة الشركات، فإن علينا أن ننظر أولاً من الترتيبات التي تعطى أعضاء المجلس صفة في وجه محاولات الإقالة سواء أخذت تلك المحاولات شكل تحديات انتخابية أو شكل صفقات استهلاء. وإذا تعدد العاء تلك الترتيبات فإن علينا على الأقل أن نضع من شأنها قدر المستطاع وبالإضافة إلى ذلك لا يجوز أن تحتفظ مجالس الإدارة بحق المصن (العميل) - الذي يصمم لها قانون الشركات - الحالي - فيما يخص تغيير أو تعديل الترتيبات المتعلقة بنظام بحوكمة في ميثاق الشركة.

بالرغم من أننا نقدم في فصول الكتاب استعراضاً موجزاً لبعض النتائج التي خلصنا إليها في تحليلنا لمسألة تويضات المديرين. فإن هذا الكتاب لا يهدف إلى تقديم مشروع تفصيلي للتعديلات المطلوبة على صعيد ترتيبات الأجور أو على صعيد نظام بحوكمة الشركات. بل إن جل ما سعى إليه في هذا الكتاب هو التركيز على بعض التحولات الأولية المهمة والحياتية. أصبح أن مجالس الإدارة خلافاً للرؤية الرسمية حول تويضات المديرين، لم تكن تتفاوض مع المديرين على مطالب ذراعها فهما يخص أجورهم وتصبح كيف أن نفوذ المديرين وسعيهم وراء المكاسب الشخصية قد لعبا دوراً مهماً في تحديد معالم تويضات هؤلاء. وتقديم دراسة وافية لما نتج عن ذلك من اعتراف عن نموذج مطالب الدرع وما تبعه من آثار سلبية ونواتج عكسية

بعض أمام حقل يمكن فيه للإدارة المبتدئة لتحقيق المشكلات أن يساعد كثيراً في حلها لو التزم من حدتها أن قدرة المديرين على التأثير في البنى الناعمة لأجورهم تتوقف إلى حد بعيد على إمكانية إحقاق ما قد يمرره ذلك التأثير من تشوهات عن أعين المعينين في السوق ولا سيما المستثمرين المؤسساتيين. ومن هنا فإن إسيصاح حقيقة أن سلطة الجهاز التنفيذي قد تطلق شذوذاً كبيراً عن صيغة التعاقد الفاعلة يمثل بعد ذاته أداة ناجعة تصمم بمساعدة من قدرة المديرين على تمويه مكاسبهم عبر المستحقة وإخفائها عن الاعين.

إن معالجة المشكلات التي يواجهها اليوم في نظام حوكمة الشركات تقتضي بالضرورة إجراء إصلاحات بيئية إضافية تتضمن إعادة النظر في موارد القوى بين مجالس الإدارة وحملة الأسهم. لإصباح المجال أمام إصلاحات من هذا القبيل يجب على حملة الأسهم وكذلك أيضاً على الأطراف الرسمية المعنية بسطيم حركة السوق. التوجه أولاً نحو تطوير فهم أكثر دقة وشمولية لما تتضمن به أخطاء نظام الحوكمة الحالي من المنهجية وعمق الأثر وما يترتب على تلك الأخطاء من تكاليف باهظة والمساعدة على تطوير ذلك الفهم تمثل واحداً من الأهداف الرئيسة للكتاب الذي بين أيدينا

الجزء

الأول

⋮

الرؤية الرسمية

ومظاهر قصورها

1) الرواية الرسمية

مجلس الإدارة هو الامة الرقابية الكفيلة برصد ومتابعة أداء الجهاز التنفيذي،
والمسؤولة أمام حملة الأسهم.

ابرا ميلستين، مجلس الإدارة
المعترف، 1995

من الصعب ان يستهل مشوارنا بتقديم توصيف موجز للصورة «الرسمية» السائدة ههنا
بعض توصيات المديرين - حيث تتفاوض مجالس الإدارة على مطالب الدراع مع مديري
التعمدين للاتفاق على ترتيبات اجورهم بما يخدم مصالح المسهمين. تشكل هذه البطرة
الاساس الذي يقوم عليه موقف قانون الشركات من توصيات المديرين. كما انها تساعد في
شرعة ترميزات التوصيات وتمكس طبيعة التوجهات التي فانب تلك الكتلة الصخمة من
الاعمال الميشية حول موضوع توصيات المديرين التي ادار دعتها خبراء الاقتصاد المالي.

مشكلة التوكيل

يمصّب تركيزاً في هذا الكتاب على الشركات المسهمة الأمريكية العامة (التي تلجرح
سهمها للاكتتاب العام) التي لا تصمم بين مسهميها من يملك قدرأ من الاسهم بحوله
التحكم بالشركة. هذه البنية الاستارية للمسكة هي البنية الأكثر شيوعاً في الولايات المتحدة
حلاها لعال العديد من الدول الأخرى بعد الاقتصاديان دولتي بيرل و ماردبير مبر لول
من قام بتوثيق النشت في مصالح حملة الأسهم عام 1932. في بحثهما الكلاسيكي، الشركة
المسهمة المعاصرة والملكية الحاصلة² ولا تزال بنية الملكية هذه الى اليوم البنية الاوسع
انتشاراً بين الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية

إن حملة الأسهم في شركة مسهمة عامة من هذا النوع غير قادرين على مراقبة أعمال المديرين أو التأشير في وجهتها، الأمر الذي يعطي المديرين الذين يتولون إدارة الأعمال اليومية في الشركة هامشاً لا بأس به من الصلاحيات، تفصل ملكية الشركة في هذه الحال إلى حد بعيد عن إدارتها. فحملة الأسهم يمتلكون الشركة بينما يملك المديرين مهام التحكم إلى حد بعيد بتوجهات الشركة وأعمالها

هذا الفصل بين ملكية الشركة وإدارتها يطلق ما يعرف في قاموس خبراء الاقتصاد المالي باسم «علاقة التوكيل». مدير الشركة يمثلون وكلاء لحاملي أسهمها والموكلين (حملة الأسهم) غير قادرين على الجرم بل بالوكلاء (المديرين) سينصرفون دوماً بما يقدم مصالح موكلتهم على الوجه الأمثل. وبالنسبة، فإن المديرين - الوكلاء، والذين لا تتطابق مصالحهم تماماً مع مصالح المساهمين - الموكلين، قد يصرفون عن المسار الأمثل بالنسبة لحملة الأسهم. وهذه المشكلة تعرف باسم «مشكلة التوكيل»³ إن ابتعاد المديرين عن الاستراتيجيات الساعية لتحقيق مصالح المساهمين قد ينضم فيها ينضمه سلوكاً غير فاعل - سلوكاً يلهي الضرر بالفضيحة الراسخية للشركة والحسابات التي يمس بها رأس مال الشركة بعمل التباعد بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم بشار إليها باسم «تكاليف التوكيل».

ومشكلة التوكيل من شأنها أن تؤثر على طيف واسع من خيارات المديرين. كعجم الجهود التي يكثفون أنفسهم بدورها، وحجم التسهيلات التي يبيعون لاسهم الاستفاد منها، وجملة القرارات الاستراتيجية والعملية التي يتخذونها باسم الشركة. وفي كل من تلك الحالات لا يمكن الجرم على الإطلاق بأن مصالح المديرين سوف تتطابق بالضرورة مع مصالح حملة الأسهم. لتأخذ على سبيل المثال مسألة الجهود التي يبذلها المديرين في عملهم. بالنظر إلى أن المديرين يعملون على الصعيد الشخصي تكلفة الجهد الذي يبذلونه في عملهم، ولا ينجون إلا جزءاً معدوداً فقط من المنافع التي يعود بها عملهم على الشركة فإنهم سيميلون بطبيعة الحال إلى توفير بعض الجهد على أنفسهم والمجهود الذي يبذلونه لن يرتقي إلى الحد المثالي الذي يضمن للشركة أكبر قدر ممكن من المكاسب. وبالمقابل، ونظراً لأن المديرين ينجون منافع مباشرة من التسهيلات المتاحة لهم ولا يعملون إلا لمرور اليسير من تكاليفها فهم سوف يسمون إلى الاستفادة من أكبر قدر ممكن من تلك التسهيلات.

كذلك فإن مصالح المديرين الشخصية من شأنها أيضاً أن تؤثر سلباً على القرارات التي تخص حجم الشركة. فقد يميل المديرون التقعديون إلى تضخيم حجم الشركة لما في ذلك من رغبة في هيبتهم. وفي التسهيلات المتاحة لهم، وفي تمويلاتهم وغيرها من المكاسب الشخصية الأخرى⁴ لما كان عالية المديرين بدون انصافهم بالمزيد من المكاسب الشخصية إذا ما تسمى لاحدهم ان يبيع على عرش شركة أكبر وأضخم، فهم قد يذهبون إلى توسيع ممتلكات الشركة أو حيازة شركات أخرى. أو القيام باستثمارات إضافية من شأنها ان تضر بقيمة حقوق الملكية. كذلك فهم قد لا يدركون ضرورة تطبيق أعمال الشركة وإعادة ترتيب الأولويات عندما تغلو الاصوات المطالبة بتعظيم الشركة. وفصلًا عن ذلك فقد يعتمد المديرين، بدافع تقاضي المكاش الشركة أو بهدف توفير الإمكانات اللازمة لتوسيع حجم الشركة مستقبلاً، إلى احتجاز فائض مالي كبير في الشركة بدلاً من توزيع ذلك الفائض على المساهمين. حتى لو لم يكن هناك أي اتفاق للمرض الاستثمارية الإضافية المربحة⁵

كذلك فإن مشكلات التوكيل من شأنها أن تؤثر أيضاً في العديد من القرارات الإدارية الأخرى فالمديرون قد يميلون عموماً إلى إدارة الشركات بالسبل التي تضمن لهم ارضاء رغباتهم الشخصية أو على الأقل بالسبل الأكثر اسجماً مع توجهاتهم الشخصية، حتى لو كان ذلك على حساب مصالح حملة الاسهم. قد يذهب المدير إلى الاستثمار في مشروعات مشكوك بربحيتها لجرد أنه يشعر بالملل نحو هذا المشروع أو ذاك وقد يعجز عن اتخاذ بعض التدابير الضرورية إذا ما تعارضت مع مصالحه الشخصية، كإن يتعاضد عن تسريع بعض الموظفين المقصرون بسبب ما يربطه بهم من علاقات الصداقة على سبيل المثال.

وأخيراً فقد يتمسك المديرون بمناصبهم ويقتل أحدهم قابضاً على هذه قيادة الشركة بالرغم من أنه لم يجد الشخص المناسب لتولي هذه المهمة⁶ وفي هذا السياق نجد أن المديرين كثيراً ما يرفضون عروض صم مبرية تقدم لشركاتهم، أو يقومون في طريق محاولات استيلاء من شأنها أن ترفع قيمة رأس المال المسهم. لأنها قد تكلفهم مناصبهم. كذلك نجد أن المديرين ينجحون عادة إلى العمل على تمرير التدابير التي تضمن لهم القدر الأكبر من الحصانة ضد خطر الاستبدال (كتمني تدابير وقائية ضد محاولات الاستيلاء على سبيل المثال)

مجلس الإدارة بصفته الحارس الأسمى لمصالح المساهمين

تعتبر النظرية الرسمية حول تمويضات المديرين بحقيقة وجود «مشكلة التوكيد» في الشركات المسهمة العامة التي تفصل ادارتها عن ملكيتها، لكنها تقترح أن مشكلة التوكيد تلك تحل بالمعاج المناسب على يد مجلس إدارة الشركة الذي يمارس رقابة محكمة وأشرافاً مباشراً على عمل المديرين وفقاً لقانون الشركات فإن مسؤولية إدارة الشركة لا تقع ضمن سلطة المديرين التعميديين أو غيرهم من أصحاب المناصب، وإنما تنحصر في مجلس الإدارة دون سواه، والذي يحرص أن يشرف على إدارة أعمال الشركة وعلاقاتها كافة⁷

بالرغم من أن مجلس الإدارة يملك بالفعل السلطة الرسمية والصلاحيات اللازمة، إلا أن أعضاء المجلس لا ينظر معهم أن يتدبروا إدارة الشركة بأنفسهم، فأعضاء مجلس الإدارة في الشركات المسهمة العامة لديهم أعمالهم الأخرى التي تستحوذ جل وقتهم، ولا تسمح لهم بالتفرغ للمهام المنوطة بالمجلس، فضلاً عن أن الكثيرين من أعضاء المجالس يجمعون في الوقت ذاته بين عضوية أكثر من مجلس في أكثر من شركة. لذلك فإن من الطبيعي أن يقوم أعضاء المجلس بإكمال إدارة عمليات الشركة إلى الجهاز التنفيذي بوجه عام، وإلى المدير العام على وجه الخصوص، وسلطة المجلس التي تعوله التدخل متى شاء كفيلاً، وفق النظرية الرسمية، بأن تبقى المديرين على المسار السليم الذي يخدم مصالح الشركة، أن حطر تدخل مجلس الإدارة من شأنه أن يعد كثيراً من مولى المديرين نحو السياسات التي تخدم مصالحهم الشخصية، وأن يقلص بذلك حجم تكاليف التوكيد.⁸

ويحرص في أعضاء مجلس الإدارة، بعد اختيار المديرين التعميديين ونسجهم مهامهم، أن يراقبوا أداء هؤلاء المديرين وأن يعمدوا إلى استبدالهم عند الضرورة والقرارات المصيرية، من شاكلة قرار الرد على أحد عروض الضم، لا يمكن لها إلا أن تمر في نهاية المطاف عبر قنوات مجلس الإدارة الذي يتمتع بالسلطة المطلقة لقبول التوصيات المقدمة من الإدارة التعميدية أو رفضها والتصرف وفق ما يراه مناسباً

في أدائه مهامه الإشرافية في الشركة يجب على مجلس الإدارة أن يتوجه بالدرجة الأولى نحو ما تقتضيه مصلحة الشركة ومصالح المساهمين، فأعضاء المجلس يحدون واجباً اثنائهما

تحماء الشركة وحملة الأسهم وفصلاً عن مسؤولياتهم المتعلقة بذلك الواجب فإن أعضاء المجلس لديهم أيضاً دوافعهم الشخصية التي تخصهم على خدمة مصالح المسهمين. وإحسانهم في ذلك قد يدفع بعمله الأسهم. تبعاً للاعتقاد السائد إلى استبدال هذا المجلس عبر انتخاب قائمة جديدة من الأعضاء أو عبر بيع أسهمهم لطرف خارجي يسمى للسيطرة على الشركة

المساومة على مطالب الدراع حول الترميمات

إذا ما أحداً بالتحسين مصلحة المديرين الطبيعية في بذل القليل وتقاضي المزيد فإن من البديهي الاعتقاد بأن تفويض المديرين بتحديد أجورهم بأنفسهم سوف يربط على الشركة تكاليف توكيل صعبة. لذلك فإن القرارات المتعلقة بترميمات المديرين تتدرج في عدد المسؤوليات الممولة مباشرة بمجلس الإدارة وتتماشى للنظرية الرسمية حول ترميمات المديرين فإن مجلس الإدارة يتفاوض مع المديرين حول أجورهم على مطالب دراهم وأصفاً في ذلك بحسب عهده مصالح الشركة وحملة الأسهم ولا شيء سواها وهذا الاعتقاد يشكل الأساس الذي يستند إليه قاسون الشركات في تعامله مع قرارات مجالس الإدارة حول الترميمات. وبإطلاقاً من اعتقادها الراسخ بأن أعضاء مجلس الإدارة يستخدمون صلاحياتهم في إدارة أعمال الشركة بما يخدم مصالح حملة الأسهم فإن الهيئات القضائية تميل عموماً إلى تأييد قرارات المجلس في القضايا المتعلقة بالترميمات. وكما عبرت محكمة ديلوير العليا أخيراً فإن «المسائل المتعلقة بهجم وبسبة ترميمات المديرين هي بطبيعة الحال مسائل حكمية، جديرة بأن تحظى بمعظم الاحترام لدى الهيئات القضائية»⁹

والافتراض ذاته يمثل أيضاً القاعدة الأساسية التي يقوم عليها ذلك الكم الهائل من الأعمال البحثية التي حص بها باحثو الاقتصاد المالي موضوع ترميمات المديرين. يمتدح النموذج الأكثر انتشاراً على صعيد ادبيات العلوم الاقتصادية أن أعضاء مجالس الإدارة في تصاوتهم حول مسألة الترميمات، يأخذون لأنفسهم مواقع مستقلة في مواجهة المديرين ويحاولون ذلك النموذج اظهار المجلس كما لو أنه يسألهم المديرين وأصفاً بحسب عهده وحيداً لا ثاني له يتمثل في خدمة مصالح حملة الأسهم وحسب. وقد عمد باحثو الاقتصاد المالي في محاولة منهم للوقوف على حكمة سياسات الدائنة لترميمات المديرين إلى

بدل قدر كبير من الجهد البحثي ضمن إطار نموذج المساومة على مطالب الدراع¹⁰ حتى بعد موجة فصائح الشر كالت التي أحدثت بالاندلاع مع لواخر العام 2001، ظل ياحشو الاقتصاد المالي متمسكين بمفهوم التناهد على مطالب الدراع بوصفه المدسة الرئيسة التي يديمي النظر إلى ترتيبات التعويضات عبرها.

التناهد المجدي والأجر المرتبط بالأداء

ما هي المعلومات المعيرة التي يمكن أن يستدل بها على ترتيبات التعويضات المنتهقة عن مساومة على مطالب الدراع بين المدير نفسه من جهة ومجلس إدارة يسمى بالمعمل إلى تعظيم هيمة رأس المال المسهم من جهة أخرى؟ أولاً وقبل كل شيء لا بد للعقد من أن يقدم قيمة كافية تشجع المدير على قبول المنصب المروص عليه والبقاء فيه من هنا يجب على العقد أن يقدم مكاسب هيمة تساوي أو تتجاوز القيمة المتضمنة في فرص العمل الأخرى المتاحة أمام ذلك المرشح لمنصب المدير (قيمة حجز - المدير)

وبالإضافة إلى ذلك عندما يتفق البائع والشاري - يحرص أن كليهما عقلائي وكليهما حريص على مصالحه - على عقد صفقة ما، فإن عقد الاتفاق يديمي أن يعمل ببطيعة الحال إلى تجنب الشروط غير المجدية أي الشروط التي تقلل من حجم المكاسب المنصوص عليها في العقد التي يشترك فيها طرفا الصفقة. لذلك فإن عقود التشعل تسعى عادة إلى الإفادة من صفوف التعويضات المدعومة صريهاً التي من شأنها أن تزيد الثروة الإجمالية للطرفين معاً كما تسعى بالمقابل إلى تجنب أشكال التعويضات التي تفرص أعباء صريبية أصاهية وتقلل بذلك الثروة الإجمالية لسكلا الطرفين ومن هنا فقد وشد ياحشو الاقتصاد المالي أنفسهم، في دراساتهم لترتيبات التعويضات من منظور نموذج مطالب الدراع مضطرين إلى وصف بعض الشروط التي بدت غير مجدية بأنها معيرة حقاً، الأمر الذي دفعهم إلى متابعة التسعي بشنن الوسائل إلى إيجاد ممد يسوغ ربط تلك الشروط بتطورات محتملة كل من الممكن أن تؤدي إلى تعظيم القيمة في نهاية المطاف

لقد اعتقد الاقتصاديون ممد زمن بعيد بأن عقود التعويضات المجدية يديمي أن تربط الآخر بالأداء كي تمنح المديرين حوافز إيجابية تدفعهم إلى تقديم أفضل ما لديهم وفي الحقيقة،

وتبعاً للظفرة الرسمية. هناك تزيينات التوضيحات تمثل أداة مهمة لتقليص تكاليف التوكيد. وحسابية مشكلة التوكيد تضاعف من ضرورة وأهمية التوظيف التفاعل لتلك الأداة.

إن أعضاء مجلس الإدارة لا يملكون عموماً لا الوقت الكافي ولا المعلومات اللازمة لرصد ومتابعة جميع الأعمال التي يقوم بها الجهاز التنفيذي والتأكد من أنها تصب جميعها في خدمة مصالح حملة الأسهم. ولذلك فإن من المهم جداً سمالة المدير العام إلى التركيز في عمله على مصالح المساهمين والابتعاد عن حيادات المصالح الشخصية الصبغة ولا سيما إذا ما أحداً بالحسابات الصلاحيات الواسعة المرتبطة بمصعب المدير العام الذي يمثل رأس الجهاز التنفيذي في الشركة ومجلس الإدارة يستطيع بالعمل أن يؤثر في المدير العام ويصعبه على سكة مصالح المساهمين عبر تصميم ترتيبات الاجور على النحو الذي يمنح المدير العام حوافز حقيقية للعمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. ومن هنا فإن أصحاب النظرة الرسمية يذهبون إلى الترفع بأن برنامج التوضيحات المدروس يمكن أن يسد الثغرة المتعلقة بمبصر أعضاء المجلس عن متابعة وتقويم الكثير من القرارات التي يتخذها كبار المديرين في الشركة. برنامج الاجور المدروس بعناية يمكن أن يخلق اسجلات كبيرة من حيث خفض تكاليف التوكيد. وتحسين الأداء. وتعظيم قيمة رأس المال المسهم¹¹

غير أن ربط التوضيحات بالأداء قد يتطلب من الشركة الاستعداد لرفع مستوى توضيحات المديرين لأن الاجر الحساس للأداء أقل جاذبية في أعيى مديريين من الاجر الثابت المعامل له من حيث القيمة المتوقعة. ولأن أداء الشركة سوف يتلقى ببعض العوامل المستقبلية الخارجة عن سيطرة المدير فإن ربط الاجر بالأداء يجعل مستوى التوضيحات عرضة لبعض المخاطرة والمديرون يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة - وهم يقومون بالدولار الواحد مصمون الدفع بأعلى مما يقومون أجراً متفهماً قيمته المتوقعة دولار واحد (فرصة لكسب دولارين اثنين احتمالها 50 بالمئة على سبيل المثال) والنموذج من المخاطرة يقلل من قيمة التوضيحات القائمة على أساس الأداء بالنسبة للمديرين. ويتشبهت جميع العوامل الأخرى فإن على الشركة أن تقدم في حالة التوضيحات القائمة على أساس الأداء قيمة إجمالية تتجاوز بوصف قيمة التوضيحات الثابتة اللازمة لتغطية قيمة حجرة المديرين المعفيين. وطالما أن حوافز المديرين تتمتع بدرجة كبيرة من الأهمية فإن لعدم المجدي يعني أن يقدم جزءاً رئيساً

من تعويضاته بأشكال تنحصر إلى تحسين الأداء وتكافؤ على الأداء الجيد ولهذا السبب فقد ذهب الاقتصاديون منذ زمن بعيد إلى التأكيد على أهمية زيادة حساسية الأجر للأداء¹²

وفي الحقيقة فإن مردود الحوافز المتضمنة في الأجر القائم على أساس الأداء قد يكون كبيراً إلى الحد الذي يجعل من مصلحة حملة الأسهم أن يقدموا لمديريهم تعويضات تموز بوضوح بقيمة الحجره اللازمة لاجتذابهم إلى الشركة وإبقائهم فيها إن من المجدي أن تقدم الشركة 1,000,000 \$ إضافية تعويضات قائمة على أساس الأداء إذا كانت الحوافز الإضافية التي ستخلقها هذه القيمة ستعكس على أداء المديرين على نحو يتنظر منه أن يزيد القيمة الرأسمالية للشركة بأكثر من 1,000,000 \$ غير أن من المهم جداً هنا التذكير على أن هذه الريادة في الترميزات خارج حدود قيمة حجره المديرين لا يمكن لها أن تعكس بما يصيب في خدمة مصالح حملة الأسهم إلا إذا قدمت على شكل تعويضات قائمة على أساس الأداء.

إن من المفيد أن نركز في اختيارنا للواقع العملي ومدى انسجامه مع نظرية التماثل على مطالب الدراع. على بنية تعويضات المديرين وليس على حجم تلك الترميزات لما كان مجلس الإدارة الساعي إلى تعظيم قيمة رأس المال المسهم قد يعمد إلى رفع مستوى الترميزات أملاً في تعزيز حوافز الأداء. فإن ارتفاع مستوى الترميزات بعد داته لا يعكس بالضرورة انحرفاً عن مبدأ التماثل على مطالب الدراع. غير أنه ما من سبب يجعلنا نتوقع من مجالس إدارة الشركات من منظور التماثل على مطالب الدراع. ذلك إصرار واسع النطاق على التمسك بترتيبات تعويضات غير مجددة تجري المديرين بطرق لا تعود على الشركة بأي مكاسب يعمل ما تطوي عليه من الموامل المشوهة للحوافز وغيرها. وكذلك فإن الإثبات العملي على أن تلك الترميزات غير المجددة منتشرة ومتأصلة على نطاق واسع من شأنه أن يقدم دلالة أكثر قوة ووضوحاً على مظاهر انحراف الواقع العملي عن نموذج مطالب الدراع من مختلف الدلالات المستمدة من حجم الترميزات بعد داته

إنها السوق

كثيراً ما يحاول المدافعون عن سياسات الترميزات المماثلة بناء حججهم على قاعدة التناظر المزعوم مع أسواق المواهب الأخرى. وعلى سبيل المثال ضد د هيت مستشارة

التعويضات الشهيرة إمبرا كاي، في شهادة لها أمام لجنة من مجلس الشيوخ الأميركي، إلى دعم شهادتها بحجة مفادها «أن سوق عمل المديرين العامين تحقق جميع معايير السوق. شأنها في ذلك شأن أي من أسواق العمل الأخرى»¹⁴ وفقاً لهذه الرؤية فإن ترميمات التعويضات ما هي إلا البائع الطبيعي لقوى السوق الخنارية. أي محصلة قوى العرض والطلب على المهارات الإدارية ورتيبات تعويضات المديرين التي تقررهما قوى السوق وفق تلك الآلية الطبيعية ليست بأكثر إشكالية تبعاً لهذه الحجّة. ولا هي أكثر مدعاة للشك من ترتيبات التعويضات التي يحصل عليها بعض الأفراد ذوي الدخول المرتفعة من شاذة نجوم الرياضة أو مشاهير الممثلين.

هل يمكن تشبيه المديرين العامين بنجوم الرياضة؟

غير أن الآلية التي تقرر تعويضات شخص مثل أويل تختلف جذرياً عن تلك التي تقرر تعويضات شخص مثل مدير عام شركة ديسني مايكل أيسر على سبيل المثال. وأولئك الذين يستحضرون مقارنة السوق يستندون في حججهم مضمناً إلى فرصة المساومة على مطالب الدراع التي تصبح في حالة نجوم الرياضة ولا تصبح البتة في حالة المديرين العامين لدى تحديد ترتيبات تعويضات نجم من نجوم الرياضة ليس هناك ما يدعو إلى التشكيك في أن مدير أعمال النادي يتفاوض مع ذلك النجم على مطالب دراعه. فمدير أعمال النادي يسمى بكل شفافية إلى خدمة مصالح النادي وليس مصالح هذا اللاعب أو ذاك. وعند انعقاد صفقة ما بين النادي والبائع المستقلين تماماً أحدهما عن الآخر فإن الهدى الجمية لقوى السوق تعمل عادة على خلق ترتيبات مجدبة لكلا الطرفين.

وبالعمل فإن من المفيد أن نلاحظ هنا أن ترتيبات تعويضات نجوم الرياضة، بالرغم من ارتفاع تلك التعويضات إلى حد يتجاوز يومسوح وسطى تعويضات المدير العام في الشركات المسجلة في دليل إس & بي 500، لا تبدي أبداً من مظاهر اللاجدوى التي ترحب بها ترتيبات تعويضات المديرين المالية بعمل ما يتمتع به هؤلاء من سلطة وفود هالاندي لا يجد لديه بعد إتمام التفاوض على رزمة تعويضات حجمه الجديد. ما يدعو إلى محاولة تنويه حجم تلك التعويضات أو ترميز هسم منها عبر ترتيبات مصممة خصيصاً لعرض المصمم على القيمة المستحقة أو الانتصاف عليها. ويبدو يتقاضى الرياضيون أجوراً ضخمة أثناء مدة

النفد فإن النوادي لا تقدم لهم عموماً أي وجه من وجوه التمويلات الضخمة خارج حدود تلك المدة، فلا هي تمنحهم المطالبات السطوية لدى التقاعد ولا تقدم لهم التسهيلات الجبرية لمدة ما بعد التقاعد. كذلك فإن النوادي لا تقدم للرياضيين عموماً أي من ترقيات التمويلات المؤجلة التي تتسم بدرجة عالية من النفوذ التي تلجأ إليها الشركات عامة لإحفاء القيمة الإجمالية للتمويلات. وعندما يقرر النادي التقاضي عن أحد اللاعبين فإنه لا يقدم له عادة أي عطاءات مجانية فوق استحقاقاته المصوص عليها في العقد. كما سنشاهد أثناء مشوارنا مع فصول هذا الكتاب فإن هذه الممارسات جميعها تندرج في عداد السياسات الرائجة على صعيد تمويلات المديرين. لذلك لا يسماً إلا أن نضم هذه المناقشة بالتأكيد على أن المديرين لا يمكن تشبيههم في أي حال من الأحوال بهجوم الرياضة

هل يجوز القول إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطة؟

كذلك يسوق المدافعون عن ترقيات الأجور الحالية حجة أخرى مفادها أن السبيل الوحيد للحكم فيما إذا كان فرد ما يتقاضى أجراً مفرطاً إنما يمر عبر المقارنة مع التمويلات التي يتقاضاها نظراً لأنه في السوق العامة، إن من غير الممكن الحكم على ترقيات تمويلات يمدتها، وفق ما تقوله هذه الحجة. خارج سياق السوق الخاصة التي يمتثل فيها تلك الترتيبات إلى الوجود. ونبماً لهذه الرؤية فإن من غير المنطقي، بحكم التمييز الرعوم إن غالبية المديرين يتقاضون أجوراً مفرطة. وفصلاً عن ذلك فإن هذه الرؤية تقيماً أيضاً بعدم جوار المطر إلى ترقيات التمويلات كترقيات إشكالية طالما أن مجالس الإدارة تستخدم نتائج استطلاعات السوق لتعدد تمويلات مدبريها بما يتسق مع ما يتقاضاه نظراً لأنه من مدبري الشركات المهمة العامة الأخرى.

صحيح أن من غير الممكن، بالتميز، أن يتقاضى غالبية المديرين تمويلات تقوى القيمة الوسطى لتمويلات المديرين في مجموعة الشركات المظهرة المهمة. غير أن مجالس الإدارة الساعية إلى خدمة مصالح شركائها على مطلق ذراعها يمتص ألا تتف بعد حدود التأكد على أن التمويلات التي أقرتها قابلة للتسويق كونها تتسق عموماً مع مستويات الأجور السائدة في السوق. إن مجالس الإدارة التي تنصرف فصلاً على مطلق ذراعها يمتص بها

من تبديل القسسي جدها في مواجهة الظروف العدمية التي تفرسها السوق من أجل تحقيق أفضل الممكن بالنسبة لحملة الاسهم.

وفصلاً عن ذلك، وفي ظل غياب الآليات التي تضمن المساومة على مغطال الدراع، فإن القلق بشأن ترتيبات تمويلات المديرين يصبب تنحيته جانباً بهذه البساطة عبر التأكيد على أن جميع المديرين يحصلون على رزم تمويلات متشابهة مهما يمتها ضباب المساومة على مغطال الدراع قد يمت في هذه الحالة أن المديرين جميعهم يتقاضون أجوراً مبرطة أو يتقاضون أجورهم بأشكال غير مجددة وفي سوق كذلك تسود مستويات أجور أعلى بوضوح من المستويات التي كانت لتسود لو كانت معالم السوق تتحدد بالعمل عبر المساومات على مغطال الدراع. وهكذا، وعندما تكون السوق بأكملها عرصة لنشويه نتيجة غياب المساومة على مغطال الدراع، فإن الاستجمام مع معايير السوق لا يكفي على الإطلاق لتبديد المخاوف والقلق بشأن حجم وبسطة التوزيعات المقدمة للمديرين

وأخيراً يمكن القول إن صحة الحجج القائمة على ضرورة احترام جميع المغطيات التي تفرسها السوق تتوقف إلى حد بعيد على ما إذا كانت تلك المغطيات ناتجة بالفعل في المقام الأول عن تناقصات على مغطال الدراع بين مديريين يمرضون خدماتهم ومواهبهم من جهة وطرف آخر حريص على صون مصالحه برعب في شراء تلك الخدمات والمواهب من جهة أخرى. والمسؤال الجوهرى الذي سمويه اهتماماً في الفصل القادم هو ما إذا كان نموذج مغطال الدراع يمكن تقدير كاف من الدقة حقيقة الواقع العملي للشركات المسهمة العامة

هل كانت مجالس الإدارة تساوم المديرين على مطال ذراعها؟

2

أعضاء مجالس إدارة الشركات المسهمة، بصفتهم أوصياء على أموال الناس
آخرين وليس على أموال تخصصهم شخصياً .. لا يمكن أن ننتظر منهم
حماية تلك الأموال بالقدر ذاته من اليقظة والحرص (الذي نتوقعه
من أصحاب الأموال أنفسهم)

دم سميت 1776

تقر وجهة النظر التي تترس الخفاضة على مطال الذراع ان المديرين ليسوا مصبيين تقنياً
بخدمة مصالح حملة الاسهم وتصرّف بأن لمديرين قد يملكون سبلاً تلائم مصالحهم
الشخصية على حساب مصالح شركائهم - وهو توجه يترس ان تتكس بحوافر انماسية
والرهابة للصيقة من قبل مجلس الإدارة بكبح جماحه. غير ان نموذج مطال الذراع يصرص
صمماً ان عضاء مجالس ادارة شركاء، خلافاً للمديرين التعميديين حديرون بالثقة
وأهم معيون بطبيعة الحال بخدمة مصالح مساهمين

اد انطلقنا من ان المديرين لن يسمو بالخطوة الى تضليل قيمة رأس المال المسهم فما
من سبب يدعونا الى الاعتقاد سلباً بأن أعضاء مجالس الإدارة سيميلون ذلك بل ان من
للكد ان لأعضاء مجالس الإدارة يدورهم دوافعهم و هواءهم الشخصية وان تلك ندوافع
والاهواء سيكون لها اثر كبير على ادائهم إن لدى أعضاء مجالس الإدارة دوافع مادية
وأخرى صير مادية تدعو بهم إلى معاينة المديرين او على الأقل الى مسيرتهم. وهناك
طيف واسع من العوامل النفسية والاجتماعية التي تقرر تلك ندوافع ولما كان أعضاء لمجالس
لا يملكون عادة الا قدر قليل من اسهم شركائهم فإن ما يشعرونه من حوافر الملكية لا
يرتقي على الإطلاق الى المستوى الذي يسمح نه بانطلب على دوافعهم وميولهم للانحياز الى

صف المديرين وفي جميع الاحوال فإن أعضاء المجالس، أثناء انشغالهم بعدد تمويلات المديرين، لن يجدوا أمامهم لا الوقت الكافي ولا المعلومات الضرورية اللازمة لخدمة مصالح حملة الاسهم.

بالطبع قد تكون عملية تحديد الاجور في بعض الشركات افضل منها في شركات اخرى غير ان الانحراف بعيداً عن مبدأ التنافذ على مثال الدراع قد جسد طابعاً عاماً لمشركت به جميع الشركات المسهمة العامة. وببعض قد تحمل الشروط والاحكام الجديدة التي تبسها سوق الأوراق المالية أحياناً بعض التحسين فيما يخص عملية تحديد الاجور فإن من غير المتوقع ان تتجبع تلك الشروط والاحكام في القصاء على مظاهر الانحراف الشديد عن مبدأ التنافذ على مثال الدراع، لن تفسر اليوم على أوسع نطاق في عالم الشركات.

عملية تحديد الاجور

بعد رحلتنا في استكشاف حدود مصدج مثال الدراع باستمرار من سريح وموجر لعملية تحديد الاجور كما تجري اليوم في الشركات المسهمة العامة الكبيرة مجلس ادارة الشركة هو الجهة المسؤولة عن تحديد تمويلات المدير التنفيذي العام وباقي مديري الدرجة اعفارة¹ ومجالس ادارة الشركات المسهمة العامة الكبيرة توكل الى لجان التمويلات مهمة دراسة التفاصيل المصيلة الحساسة في ترتيبات تمويلات المديرين

تتألف لجنة التمويلات عادة من ثلاثة أو أربعة أعضاء يتم انتخابهم من بين أعضاء مجلس الإدارة². وقد اردد الاهتمام حيراً بأن يكون معظم أعضاء لجان التمويلات من الاعضاء المستقلين. بعد عضو مجلس الإدارة بصورة عامة مستقلاً اذا لم يكن موظفاً أو موظفاً سابقاً في الشركة، ولم يكن مرتبطاً بالشركة بأي علاقه عمل أخرى غير عضويته في المجلس. يمد تقرير مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمرين بأن 73% من أعضاء لجان التمويلات في 1500 شركة من شركات اس في بي كانوا أعضاء مستقلين تماماً نيباً للتقويم الذي أجراه المركز في اتمام 2002³

لقد اسهمت القوانين الصربية وقرارات الهيئات القضائية في تعزيز الانتشار الواسع لبدأ اعتماد لجان التمويلات الحكومية حصرياً من الأعضاء المستقلين. وقد اتجه نقابون

انصريسي الميدرالي منذ العام 1994، إلى معاقبة الشركات التي لا تعتمد لجنة تمويليات مكتوبة على نحو حصري من الاعضاء المستقلين. فقد حظر القانون على الشركات استهانة الماسة فيما يخص اقتطاع الاجور من الالتزامات الصورية. تجاوز سقف المليون دولار للمدير الواحد سميلاً إلا إذا كانت الاجور الرائدة عن ذلك السقف على شكل حيازات ملكية، أو كانت مشروطة ببلوغ أهداف ائناجية معينة ثم بحديدها من قبل لجنة تمويليات مكتوبة حصرياً من الاعضاء المستقلين⁴. كذلك فقد أيدت قرارات الهيئات القضائية عموماً مختلف ترهيبات التمويليات التي اقترتها مجالس إدارة الشركات بدءاً على اقتراحات تقدمت بها لجان تمويليات قوامها من الاعضاء المستقلين. ومن هنا فإن اعتماد لجنة تمويليات من هذا النوع قد اعطى قرارات مجلس الإدارة بشأن التمويليات حصانة كبيرة ضد اشكال لمراجعة القضائية⁵.

وبالرغم مما يتمتع به الاعضاء المستقلون اليوم من حضور كبير فإن دورهم في مجالس الإدارة عموماً وفي لجان التمويليات يوجه خاص مرشح لمريد من النمو بمصل شروط التسجيل الجديدة التي اعتمدها كل من سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE، وساندك NASDAQ والسوق الأمريكية للأوراق المالية AMEX. وصدها هيئة الأوراق والأسواق المالية SEC في العام 2003⁶ تفرص احكام التسجيل الجديدة على القسم الأكبر من الشركات المسهمة العامة أن يكون غالبية أعضاء مجالس إدارتها من الاعضاء المستقلين⁷ ووفقاً لقواعد التسجيل التي تبنتها سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE يجب على كل شركة أن يكون لديها لجنة تمويليات مكتوبة حصرياً من الاعضاء المستقلين. أما احكام التسجيل في السوقين الآخرين فتقتضي بأن يتم تحديد تمويليات لمدير العام أو اقتراحها على مجلس من قبل غالبية الأعضاء المستقلين في المجلس. أو من قبل لجنة تمويليات مكتوبة من الاعضاء المستقلين حصراً. كذلك فقد عمدت الاحكام الجديدة التي تبنتها اسواق الأوراق المالية أن وضع المعايير التي تسمح بالحكم على استقلالية العضو

وعلى الرغم من أن تلك الاحكام الجديدة قد حظيت بقدر كبير من الاهتمام فإن من المهم أن نستدعي إلى الادها أن هذا إنما عملت على فرض سياسات كانت غالبية الشركات مسهمة العامة قد تحولت إلى التزامها منذ زمن. ولذلك فإن من غير المتوقع أن تحدث هذه

الاحكام بعد داتها تمير⁷ حدياً في العلاقة بين المديرين ومجالس الإدارة وبالمثل فإن هناك العديد من الاسباب القوية للتشكيك في ان تقرير حضور الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة أو في لجنة الترميصات من شأنه أن يضمن بعد داته أن عملية تحديد الاجور سوف تشكل مقاربه حقيقه لمطلق المساومة على مثال الدرغ.

رغبة أعضاء المجلس في ان يعاد انتخابهم كمضوية جديدة

يحصل عضو مجلس الإدارة على مكاسب عديدة يحصل عضويته في المجلس. أولاً هناك المكاسب المالية المباشرة التي ترتبط مباشرة بكرسي المجلس وهذه المكاسب المالية في معظم الأحوال انعكاسها المهم على وضع العضو من الناحية الاقتصادية. كما كانت حال اهور المديرين فقد ارتفعت أيضاً اهور أعضاء مجلس الإدارة ارتفاعاً عديماً مع تطور حركة اسواق الاسهم في العام 2002 بلغ وسطي تمويصات عضو مجلس الإدارة في مني شركة الكبرى في الولايات المتحدة نحو \$ 152,000 وبلغ اعداد داته محسوباً على الألف شركة الكبرى نحو \$ 116,000⁸ وعالياً ما يستفيد أعضاء المجلس أيضاً من بعض التسهيلات الإضافية ومكاسب غير مباشرة: فأعضاء مجلس إدارة شركة يو ايه ال (التي تملك شركة الحطوط الجوية يوايند إيرلاينس) على سبيل امثال يستطيعون الطيران على من يوايند إيرلاينس مجاناً وأعضاء مجلس إدارة شركة سماروود هوتليس يحصلون على عدد معين من اللهاقي المجانية في فنادق الشركة⁹ فضلاً عن ذلك فإن كرسي المجلس يقدم للعضو أيضاً مكانة اعبادية وشبكة صلات نفيسة سواء على صعيد علاقات العمل أو على الصعيد الاجتماعي وجملة المكاسب المالية وغير المالية التي ترتبط بكرسي المجلس تعلق لدى العضو بطريقة الحال رغبة شديدة في البسك بموقعه.

ان يكون لدى عضو المجلس الرغبة في ان يعاد انتخابه كمضوية جديدة هو أمر ضروري معه لكس السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو ما هي النواحي التي تخلفها لديه تلك الرغبة؟ تبساً للمظرة الرسمية التي اتبدا على مناقشتها في الفصل السابق فإن رغبة العضو في أن يماود حملة الأسهم انتخابه كمضوية للمجلس من جديد سوف تحمله أكثر التصاقاً بهم وأكثر اهتماماً بمصالحهم وكلما كان آده عضو المجلس أقصّل. بحسب حجة المظرة الرسمية كانت هرسنه تلفور كمضوية جديدة في المجلس الجديد أكبر

أما المحققون على أرض الواقع فتقول إن المرشحين الذين يصممهم مجلس الإدارة على قائمة الشركة يمدون عملياً قد صعدوا إعادة انتخابهم لمصوبة المجلس. أما المفارص من حملة الأسهم. والذين يتطعمون الى تقديم قائمة بديلة من المرشحين للمداخلة على عضوية المجلس. فيجدون أنفسهم أمام جبهة من العقبات والصعوبات التي تصعب كثيراً من احتمال وصول مرشحيهم الى صناديق الاقتراع¹⁰ ونتيجة لذلك فإن قائمة المرشحين التي تقدمها الشركة غالباً ما تكون القائمة الوحيدة التي تصل الى صناديق الاقتراع. وقد بدأنا دراسة تجريبية حديثة تناولنا فيها المدة الممتدة من 1996، وثقافة 2002، أن التعديلات الانتخابية التي تهدد قوائم مرشحي مجالس الإدارة، بحسب الرؤية الرسمية لم يكن لها عملياً أي وجود حقيقي على أرض الواقع - لم يكن هناك سوى عدد قليل استثنائيين سنوياً على صعيد عموم الشركات التي تتجاوز القيمة السوقية لرأس مالها حتبة المائتي مليون دولار¹¹

وبذلك فإن السماح بعضوية المجلس إنما يكسب في النور بالانضمام الى قائمة مرشحي الشركة ومن هنا على الأقل فقد كل للمدير العام التعميد تأثير كبير. بل حاسم في بعض الاحيان. في سير عملية الترشح¹² صحيح أن معظم مجالس الإدارة لديها لجنة خاصة مكلفة بمهمة الترشح ولكن خلافاً للجنة الترميزات التي باتت منذ زمن تقتصر على نحو شبه كلي على الاعضاء المستقلين دون مواهم فإن لجان الترشح لم تشهد بعد مثل ذلك التحول وفي الواقع فإن المديرين العامين أنفسهم كثيراً ما يكونون في الوقت ذاته اعضاء في لجان الترشح¹³ وقد كشف استطلاع اجري في العام 2002 أن 50 بالمئة فقط من اصل 500، شركة من شركات اس. بي. لديها لجان ترشح مكونة حصرياً من الاعضاء المستقلين¹⁴

والحقبة أن المديرين العامين. حتى أولئك الذين لم يكونوا رسمياً اعضاء في لجان الترشح كان لهم كبر الأثر في سير عملية الترشح¹⁵ فقد دأبت مجالس الإدارة ولجان الترشح على محاشي ترشح الاعضاء الذين لا يروقون للمديرين. وعلى أقل تقدير فقد كان للمديرين قدرة كبيرة على إحاطة ترشح أي من الاعضاء الذين لا ينفذون أو يروهم في المجلس القادم. ومن هنا فقد كان من الواضح أن التنصاع مع المدير العام بخصوص تعيينات الجهاز التنفيذي لا بد أن يعبر به عن عضو المجلس في الترشح لمصوبة جديدة. أما مسابقة المدير العام فيما يتعلق بمرئيات الاجور فقد كانت على الدوام الاسرائيلية الأكثر أماناً

الرمس. غير أن من الواضح في المرحلة الحالية أنه طالما بقي محتاج عصوية المجلس مائلاً في الانضمام إلى قائمة مرشحي الشركة، فإن الاستراتيجية الإسلامية للأعضاء الراغبين في الحفاظ على مقاعدهم في المجلس إنما تكمن في تجنب الدخول في أي تعديلات أو مواجهات حول تدوينات المدير العام. وهذا الوضع لن يتغير باعتقادنا إلا عبر إصلاح جذري يعطي حملة الأسهم دوراً أكثر فاعلية في اختيار أعضاء المجلس.

سلطة المديرين العامين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس

إذا ما وصمنا مسألة إعادة الانتخاب لعصوية المجلس جانبياً فإن لدى أعضاء المجلس، بمن فيهم الأعضاء المستقلون، دوافع اقتصادية أخرى يحصوهم على الحفاظ على علاقات جيدة مع المدير العام والمديرين العامين. يبدأ من تأثيرهم في ترشيحات المجلس. يتمتعون ببساطة بقدر كبير من السلطة. إن لديهم صلاحيات واسعة للتصرف بمقدرات الشركة ومواردها المالية. وبغضاً عن ذلك فإن مواقفهم تعطيلهم في كثير من الأحيان يعوداً كبيراً حتى خارج حدود شركاتهم. وبالطبع فإن باستغلالهم أن يستخدموا صلاحياتهم لإعراق المكاسب المادية على بعض أعضاء المجلس دون البعض الآخر وذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة. وقد أظهر المديرين العامين في الماضي استمداً كبيراً للاستفادة من صلاحياتهم في توزيع المكافآت على اللطفاء من أعضاء المجلس بمختلف الأشكال والصور والمعايير الجديدة التي يستنها أسواق الأوراق المالية أخيراً فهما يضمن الأعضاء المستقلين، التي سوف يأتي على مناقشتها بالتفصيل لاحقاً. تقلص من صلاحيات المدير العام بخصوص تقديم المكاسب المادية للأعضاء المستقلين. لكنها لا تجرد المديرين كلياً من تلك الصلاحيات.

ممارسات من الحاضر والمستقبل

في اعتقاد مصانح الشركات الشهيرة التي اندلعت في أواخر 2001 نوات الدلائل التي تشير إلى أن بعض المديرين العامين قد اشتروا بعضاً من أعضاء مجالس الإدارة عبر إجراءات خاصة ومكاسب نقدية خصصهم بها دون نظرائهم¹⁸ وبينما حظيت سياسة عقد صفقات العمل مع أعضاء مجلس الإدارة باهتمام كبير في حالة الشركات التي ارتبط اسمها بالمصانح الكبرى مثل إرون، وورد كوم، و تايلكو، فإن تلك السياسة لم تكن على الإطلاق متحصرة في

تلك الشركات دون سواها. فالكثير من الشركات الأخرى كانت لها تجارياً المباشرة أو غير المباشرة مع لعبة الصمغ تلك¹⁹ ومن أمثلة ذلك أن مجلس إدارة هيريرون للعام 2001، قد صم بين أعضائه: واحداً من المديرين التنفيذيين في شركة بوسطن كسليمنتس عربوب التي تلقت من هيريرون 3.4 مليون \$ عن خدمات قدمتها في العام 2000 والمدير العام لإحدى شركات السكك الحديدية التي تلقت 650,000 \$ من هيريرون لقاء خدمات ومقدمات ووكلاء من مؤسستين حقوقيين قدمنا لميريرون العديد من الخدمات القانونية. كذلك فقد صم مجلس إدارة بنك أميركا للعام 2001، بعضاً من أصحاب المصائب العليا في ثلاث مؤسسات عقارية تلقت من البنك 3.47 ملايين \$ كرسوم إيجارات عن العام المائت.

ومن جهة ثانية فإن الشركات تصرف سويماً مليارات الدولارات على شكل تبرعات خيرية²⁰ وقد داب المديرين العامون على استخدام سلطاتهم لتوجيه أموال التبرعات في اتجاهات تعود بالفائدة على من يشاؤون من أعضاء مجالس الإدارة. وقد بات امرأً اعتيادياً أن تقوم الشركة بتقديم تبرعات خيرية إلى مؤسسات غير ربحية يعمل فيها أو يرأسها واحد من أعضاء مجلس إدارة الشركة. لقد تبرعت هيريرون على مدى أعوام بمئات آلاف الدولارات سويماً لأشبهو مال يوربان ليغ التي كان رئسها عضواً في مجلس إدارة هيريرون²¹ كذلك فإن شركة اوراكل التي صنعت في مجلس إدارتها ثلاثة من الأساتذة المدرسين في جامعة ستانفورد، وواحد من حريجي ستانفورد صالماً في إدارة شؤون الجامعة. قد دأبت على تقديم تبرعات سخية للجامعة²² وفضلاً عن ذلك وبعية مكافأة أعضاء المجلس غير العاملين في المؤسسات الخيرية. فقد عهد المديرين إلى استخدام صلاحياتهم لتوجيه التبرعات إلى مؤسسات خيرية يختارها أولئك الأعضاء²³ وعلى سبيل المثال فقد تبرعت بمرور بملايين الدولارات لأعراس تناسب أهواء بعض أعضاء مجلس إدارتها²⁴

معايير الاستقلالية الجديدة وحدودها

إن معايير التسجيل الجديدة التي يرمتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003، سوف نضع في المستقبل بعض القيود على حرية المديرين العاملين في توزيع المكافآت على أعضاء المجلس المستقلين²⁵ غير أن المعايير الجديدة تترك للمديرين العاملين صلاحيات واسعة في هذا

المجال بديلة مجد أن القواعد الجديدة لا تمنع الشركة من إعطاء أعضاء مجلس الإدارة تنويصات اضافية تضاف الى ما يتقاضونه من أجور لقاء عضوية المجلس وإنما تضع فقط سقماً لتلك التنويصات. بموجب معايير التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للاوراق المالية، على مبيل المثال لا يخسر عضو مجلس الإدارة صمة الاستقلالية إلا إذا تجاوزت قيمة التنويصات الإصاحية التي يتلقاها من الشركة مبلغ 5100.000 في العام الواحد وأكثر من ذلك، فإن شروط التسجيل في سوق نيويورك للاوراق المالية ندد أن التنويصات التي قد تقدمها الشركة لأفراد أسرة العضو المباشرين من غير العاملين في الشركة لا تدخل في احتساب التنويصات الواجب بقاؤها تحت سقف 5100.000²⁷

وبصورة مشابهة فإن الشروط الجديدة التي تمنحها اسواق الاوراق المالية تصع حداً لحرية الشركة في عدد صفقات العمل مع شركات ذات صلة ببعض أعضاء المجلس المستقلين. لكنها لا تمنع مثل تلك الصفقات. بحسب معايير سوق نيويورك للاوراق المالية فإن عضو المجلس الذي يعمل أو يشغل منصباً في مؤسسة أخرى يحتفظ بصمة الاستقلالية طالما بقيت المبالغ التي تتلقاها تلك المؤسسة من الشركة تحت سقف المليون 5 في العام الواحد (وأقل من 2 بالمئة من اجمالي دخل المؤسسة)²⁸ هير أن صفقات العمل التي لا تتجاوز هذا السقف قد تكون لها أهميتها الاقتصادية الكبيرة بالنسبة للكثيرين من أعضاء المجلس. لننظر في مثال شريك في مؤسسة قانونية كبيرة في نيويورك ويشمل منصب عضو مجلس إدارة في إحدى الشركات ويمثل في الوقت ذاته جبراً قانونياً خارجياً تنتمي الشركة بخدماته عبر التعاقد مع مؤسسته القانونية بما تصل قيمته الى 5900.000 في العام. إن التعاقد بقيمة كهذه قد يكون له انعكاسه الاقتصادي الهام بالنسبة لعضو المجلس. حتى لو كانت تلك القيمة أقل من 2 بالمئة من اجمالي الإيرادات السنوية لمؤسسته القانونية

لننظر الآن في مثال عضو في مجلس إدارة الشركة يشمل في الوقت ذاته موقع الشريك في مؤسسة قانونية لا تقدم حالياً أي خدمات للشركة. هذا العضو والقانوني بأن معاً لديه أيضاً حوافزه الاقتصادية للحفاظ على علاقات طيبة مع المدير العام للشركة لأن الشركة مرشحة لأن تكون عميلاً مهماً من عملاء مؤسسته القانونية في المستقبل. والتنازع مع المدير العام حول مسألة التنويصات ليس بالسبيل الصحيح للمور بمقود قانونية مع الشركة. بالطبع

إذا ما انتهت الشركة إلى إعطاء عقود عمل ضخمة إلى المؤسسة القابضة -لمثل عقود تصل قيمتها إلى عدة ملايين من الدولارات- فإن العضو الشريك لن يكون بعدها قادراً على استيفاء الشروط التي تعطيه صفة العضو المستقل في المجلس. غير أن النقطة المهمة هنا هي أن إمكانية الحصول على صفقة عمل مستقبلية قد تؤثر بقوة في الدوافع الاقتصادية لعضو مجلس الإدارة حتى أثناء تمتعه بصفة العضو المستقل. هذه النقطة تخلق الضوء أيضاً على صعوبة حماية أعضاء المجلس، والذين لهم صلاتهم الخاصة في عالم الأعمال من التوقيع تحت تأثير سلطة المدير العام على الموارد المالية للشركة.

أما بالنسبة للتهديدات الجبرية فإن معايير سوق نيويورك للأوراق المالية تقول بكل وضوح إن سقيم المليون دولار الذي فرضته على صفقات العمل لا يتسبب على حالة التهديدات الجبرية. هذا يعني أن عضو مجلس الإدارة الذي يميل أو يشغل منصباً في واحدة من المنظمات الجبرية يحتفظ بصعته عضواً مستقلاً في المجلس حتى لو تبرعت الشركة لتلك المنظمة بأكثر من مليون دولار. الشرط الوحيد هو أن يتم إشهار التهديدات²⁹ والواقع أن شرط الإشهار يخلق بدوره أيضاً إذا ما كانت التهديدات التي قدمتها الشركة للمنظمة الجبرية قائمة على مقترح تقدم به عضو آخر من أعضاء المجلس لا يعمل في المنظمة ولا يشغل منصباً فيها.

هل ينبغي معالجة المشكلات المذكورة أيضاً عبر مريد من التشديد في المعايير التي تحدد استقلالية أعضاء المجلس؟ في حديثنا حول موضوع الإصلاحات المستقبلية في الفصل الأخير من الكتاب نبين أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة عن سلطة الجهاز التنفيذي، حتى لو بلغت حدود المطلق، لا يمكن أن تكون كافية لضمان وضع المجلس أمام مسؤولياته تجاه حملة الأسهم: لا بد من أن نضفي على المجلس بعض التبعة لحملة الأسهم، لكن على كل حال إذا اردنا أن نهمم التنافس المالية لمؤسسات المديرين التنفيذيين، فإن علينا أن نعي أن استقلالية أعضاء المجلس قد تم الانتزاع عليها في الماضي عبر حرية المدير العام في اعداد المكافآت السخية على من يشاء من الأعضاء، وأن الإصلاحات الأخيرة تقلص ولكن لا تقضي حرية المديرين في فعل الشيء ذاته.

التشابهات:

عندما يكون عضو مجلس الإدارة مديراً تمييزياً في شركة أخرى مجلس مدير عام الشركة الأولى في مجلس إدارتها يكون لدى هذا المدير العام قناة أخرى لمكافأة عضو المجلس في هذه الحالة يستلجع المدير العام أن يستثمر بموده وصلاحياته بوصفه عضو مجلس إدارة في الشركة الثابتة ثميرر لمكاسب المالية التي يحصل عليها عضو المجلس بصفته مديراً عندما تمييزياً في تلك الشركة.

هذه الحالة - التي يشار إليها عادة تحت عنوان التشابه في عضوية مجالس الإدارة ليست ماهرة كما قد يظن لبعض وبسبب إحدى الدراسات فإن مجلس الإدارة في واحدة من كل 12 شركة تقريباً من الشركات المسهمة العامة يدي - تشابهاً على مستوى المدير العام الحالي. أي أن مدير عام الشركة أ عضو في مجلس إدارة الشركة ب. ومدير عام الشركة ب عضو في مجلس إدارة الشركة أ³⁰. كذلك تخلص الدراسة ذاتها. كما هو متوقع، أن أجور المديرين العامين في الشركات ذات المجالس المتشابهة تتوافق بوضوح بمعدلات أجور هؤلاء في باقي الشركات

إن الشروط الجديدة التي تميزها أسواق الأوراق المالية من شأنها أن تضعف التأثير المحتمل لتشابهات المجلس على الأعضاء المستقلين لكنها غير قادرة على إلغاء ذلك التأثير على نحو كلي. بموجب تلك الشروط الجديدة لا يعد عضو مجلس الشركة أ الذي يشغل موقع مدير تمييزي في الشركة ب عضواً مستقلاً في الشركة أ إذا كان مدير عام الشركة أ (أو أي من مديريها التمييزيين) عضواً في لجنة تمويلات الشركة ب. غير أن عضو مجلس الشركة أ يمكنه عدمه مستقلاً حتى لو كان مدير عام أ عضواً في مجلس إدارة ب. طالما أن هذا الأخير ليس عضواً في لجنة تمويلات ب. لكن وجود مدير عام الشركة أ في مجلس إدارة الشركة ب من شأنه أن يؤثر في جميع الأحوال في توجهات عضو مجلس أ الذي يشغل موقع مدير تمييزي في ب، فمدير عام أ يملك صوتاً مهماً في مجلس إدارة ب من شأنه أن يؤدي أو يعارض القرارات التي يرفعها عضو مجلس أ (المدير في ب) في تمييزها. ولهذا السبب فإننا نتوقع أن سياسة تشابه المجالس سوف تستمر في إعطاء المديرين العامين مبعها إضافياً من مزايا التأثير في توجهات بعض الأعضاء في مجلس الإدارة

تمويضات اعضاء المجلس:

طبيعى أن اعضاء مجالس الإدارة اهام مصلحة مباشرة في زيادة تمويضاتهم وأن المديرين العامين يملكون الوسيلة للتأثير في تلك التمويضات. هيضسته الربان الذي يوجه ذهة الشركة. وحث ابيه عادة ما يكون في الوضت ذاته عسواً في مجلس الإدارة وكثيراً ما يكون رئيساً للمجلس. فإن المدير العام التمهدي له كلمته فهما يحض تمويضات اعضاء المجلس. وعلى الرغم من أن تمويضات أعضاء المجلس تتعدد بموجب مقترحات تتقدم بها لجنة التمويضات فإن المدير العام يملك المهار بين أن يشبط أو يدعم المقترحات المرامية إلى زيادة اجور الاعضاء والأعضاء المستقلين الذين يتعاملون بيد كريمه مع مديبرهم العام لهم الحق في أن يتوهوا منه بالمقابل أن يستخدم ثقل موقعه في دعم زيادة تمويضاتهم. وعلى اقل تقدير فإن التعامل بسخاء مع المدير العام يسهم في خلق جو ايجابي يحث هذا الأخير على التعامل بسخاء مع أعضاء المجلس.

كشمت دراسة قام بها ايلان بريك و لودد بالمون و جون وولد عن أن الشركات التي يتقاسى مديبروها المامون تمويضات أكثر ارتفاعاً. يتقاسى أعضاء مجالس ادارتها بدورهم أيضاً أجوراً أكثر ارتفاعاً³¹ لا شك في أن ارتفاع تمويضات المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة قد يعكس حقيقة وجود سمويات خاصة في سببر أمور الشركة. أو وجود نقص في الكوادر الماددة على تسببر الشركة أو أن أداء الشركة جيد وماجح إلى الحد الذي يدفع مجلس ادارتها إلى الاعتقاد بصرورة مكافأة المدير العام وأعضاء المجلس على ذلك النجاح عبر أن الدراسة المذكورة أيضاً قد استقطت تلك التفسيرات البديله باكتشافها أن الريادة في تمويضات المديرين العامين وأعضاء المجلس مرتبط ارتباطاً عكسياً بأداء الشركة. وقد قاد هذا الاكتشاف الباحثين إلى استنتاج معانه أن ما وقموا عليه في دراستهم من رابط قوي بين ارتفاع اجور اعضاء المجلس وارتفاع تمويضات المدير العام ايما يعود في حقيقة الامر إلى نواطل صريح أو مبطن بين كلا الطرفين

عوامل اجتماعية ونفسية

إذا ما وصعنا جانباً النواضع الاقتصادية ورغبة أعضاء المجلس في أن يعاد انتحابهم لمصوية جديدة. فإن هناك المديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي يمدو بأعضاء

المجلس إلى مساندة ترهيبات التعويضات التي تلائم نظلمات المدير العام وكبار المديرين التعمديين الآخرين هذه العوامل الاجتماعية والنفسية تبرز أثر الدوافع الاقتصادية لمحاباة المديرين التعمديين كما أن من شأنها أيضاً أن تؤثر في أداء الأعضاء البعديين إلى حد كبير عن آثار تلك الدوافع الاقتصادية. وعلى الجانبين معظم أعضاء المجلس مرشحون لتأثر على الأقل ببعض من تلك العوامل الاجتماعية والنفسية التي سمّاني على مناقشتها تباعاً في المقررات القادمة.

الصداقة والولاء.

دعونا يبدأ من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تبدأ عملها مع دخول العضو إلى المجلس كثيرون من الأعضاء المستقلين يدخلون المجلس وفي حميتهم صلات اجتماعية سابقة أو حتى علاقات صداقة سابقة مع المدير العام أو بعض من كبار المديرين التعمديين.

وحسب الأعضاء الذين لم يعرفوا المدير العام قبل توليهم عضوية المجلس ليس عريياً أن يبدؤوا عملهم وفي نموسهم مشاعر الائتلاف والولاء تجاه المدير العام. فالمدير العام غالباً ما يكون قد أسهم بوجه أو بأخر في إيهال وأحدهم إلى كرسي المجلس حتى لو اقتصر دوره على عدم إعاقته ترشيح ذلك العضو أمام خلفية كهذه يبدأ الأعضاء لجدد عملهم في المجلس مشحونين بشحنة كبيرة من النوايا الطيبة تجاه مدير العام وهذه الشحنة تسهم بقوة في زساء التوجه نحو تصادي المناومات المنيقة مع مدير العام حول مسألة الاجود هذا النوع من التعامل القائم على رد الجميل متوقع من جهة وملحوظ على أرض الواقع في العديد من الأنطر الاجتماعية والمهنية من جهة أخرى. وليس عريياً أن يكتشف براين ماين و تشارلز أوزيتي و جهنس ويد أن لجان التعويضات التي ورعت مقاعدها بعد تولي المدير العام مقاليد منصبه قد أظهرت مهلاً واصحاً إلى زيادة حجم تعويضات المدير العام³²

الرمالة والروح الجماعية

يمضي ألا ننسى أن أعضاء مجلس الإدارة والذين يتشاورسون من وقت لآخر مع المدير العام حول مسألة التعمويضات يعملون على مدار العام مع مدير داته والذي يشاركهم عضوية مجلس الإدارة بصورة عامة بل كثيراً ما يشق كرسي الرئاسة في المجلس وبعض

المظهر عما إذا كان المضوق قد ظلم بمضوية المجلس في عهد المدير العام أو قبل ذلك فإنه غالباً ما سيقوم علاقة شخصية مع المدير العام، وكذلك أيضاً مع بعض أعضاء المجلس الآخرين الأكثر قرباً من المدير العام.

وبالإضافة إلى ذلك فإن من المتوقع أن يميل أعضاء مجلس بطبيعة الحال، باستثناء حالات الأزمات، إلى الحفاظ على جو من التماون والتألف في تعاملهم مع بعضهم وعلى حد وصف عصمو مطهرم جمع بين عضوية مجالس العديد من الشركات المهمة العامة من بينها شركة ماريوت كورپوريشن. فإن من الصعب أيضاً الصورة لشخص لم يسبق له أن عرف المجلس من الداخل. لمجلس في العديد من النواحي أشبه ما يكون يوحد من نوادي الصدقة،³³ وبهذا قد تختلف القواعد الاجتماعية فهلاً بين مجلس وآخر فإن المعايير العامة تميل بوصفها إلى تقرير تماسك المجلس ووحدته. وكما وجد راكيش كورانا في دراسته مسألة التعاطف مع المديرين العامين فإن أجواء مجالس الإدارة، يسودها التركيز الكبير على مظهر اللطف والمجاملة والحرص على تجنب الجاهليات والصرامات المباشرة بكل أشكالها.³⁴

مرة وربما مرتين في العام يضطر أعضاء لجنة الترميمات إلى سرع قبضاتهم كرملاء للمدير العام ووصف قبضات المناصبين الأشداء الذين يسامون المدير العام على مطال دراهم حول تمويصاته. هذا التحول في المواقع والأدوار من المرجح أن يكون صعباً حتى في حالة الأعضاء ذوي النوايا الطيبة الراغبين في الاصطلاح بمسؤوليتهم وتمثيل مصالح حصة الأسهم في تلك المناصب.

تشير الدلائل إلى أن الفرد الذي يعمل ضمن مجموعة يشعر بدوافع طبيعية إلى إرضاء أفراد المجموعة والتألف معهم. وكثيراً ما يكون ذلك على حساب بعض المصالح غير الحاضرة بصورة مباشرة على الطاولة³⁵ وليس هناك من مسوغ واحد للاعتقاد بأن أعضاء لجنة الترميمات يتمتعون بالمناعة ضد هذا النوع من الدوافع

احترام المنصب،

المدير العام ليس مجرد زميل لباقى الأعضاء في مجلس. إنه الشخصية الأكثر أهمية في الشركة - القائد الذي يوجه دفة الشركة لرؤيته وقراراته عظيم الأثر في تحديد توجهات

الشركة لذلك فإن أعضاء المجلس يميلون بطبيعة الحال إلى التعامل مع المدير العام باحترام إياهم يحترمون سلطته في كثير من القضايا، ويكون موقفه وربما لشخصه أيضاً الكثير من الاحترام والتقدير

وفضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس يميلون أيضاً إلى احترام توجهات المدير العام في الكثير من القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة، حتى عندما تتعارض هذه التوجهات مع رؤيتهم الخاصة ودور أعضاء مجلس الإدارة في العديد من القضايا، ربما يتجسد في تقديم الاستشارات الاستشارية للمدير العام وتسويق آرائه وتوجهاته لا في معادته وفرض إرادتهم عليه، ولا في تجاوزه وصنع القرارات من دونه. طالما أن أعضاء المجلس راعين في أن يسمروا المدير العام في قيادة الشركة فإن من المفيد ألا يجهلوا أنفسهم في فرض رؤيتهم عليه بل أن يتركوا له كرسى القيادة ويأخذوا أماكنهم في حافلة الشركة. وإذا ما خلع بعضهم إلى أنه لن يستطيع مهتماً اجتهد في المحاولة أن يسمروا في دعم سياسات المدير العام الذي يحظى بدعم باقي أعضاء المجلس، فالأفضل أنه أن يسحب يده.³⁶

مرة أخرى نجد أن تغيير القيمات لساومة المدير العام على تمويلاته مسألة صعبة جداً فأعضاء المجلس الذين اعتادوا التعامل مع مديرهم العام بكل احترام وتقدير سيحدثون صعوبة بالغة في الانخراط في دور المفاوض الذي يساوم المدير بشأن تمويلاته على مثال ذراعه

تضارب الاعتبارات:

لقد رأيت الشركات في احتيازيها لأعضاء لجنة الترميمات على الاعتماد على نحو كبير على المديرين التنفيذيين العاملين معهم والسابقين. في العام 2002، كان 41 بالمئة من أعضاء لجان الترميمات من المديرين التنفيذيين العاملين. بعضهم تقريباً مديرون عامون ما زالوا على رأس عملهم. وفضلاً عن ذلك فإن 26 بالمئة آخرين من أعضاء تلك اللجان كانوا أشخاصاً قد تقاعدوا من عملهم الأصلي. القسم الأكبر منهم من المديرين التنفيذيين السابقين.³⁷

إن قرارات الترميمات التي يتخذها أعضاء في المجلس هم أنفسهم مديرون تنفيذيين. حاليلون أو سابقون. من المرجح أن تتأثر بمسألة تضارب الاعتبارات³⁸ فمن المعروف أن

المرد بطور ضاعفاته الخاصة بحيث تدعم المواظبات التي تتسجم مع مصالحه الشخصية. اد
إن تلك الضاعفات تمكن المرد من تجنب الإزعاجات والمصايفات التي قد تترتب على تمتعه
بمكاسب يعتقد بمسه أنها غير مستحقة.

لذلك فإن المدير الحالي أو السابق الذي سبق أن استفاد بمسه من ترتيبات أجور
سحبة تنطوي على الكثير من المعاناة. من المرجح أن يكون قد كوّن قطاعات ماديها أن تلك
الترتيبات تمثل ضرورة لا بد منها. وأنها في النهاية تدعم مصالح حملة الأسهم. وعلى
سبيل المثال فإن المدير الذي استفاد لنقل مثلاً من برنامج حوافز قائم على خيارات
الأسهم التقليدية سيميل على الأرجح إلى تبني الرؤية التي تصنف هذا النوع من برامج
الحوافز في عداد برامج التوزيعات الماعلة والمجدية. كذلك فإن المدير الذي استفاد أو
يستفيد داته من اتفاق تمويزات يتضمن عطاءات سحبة في حالة إنهاء الخدمة لا يمكن
أن يتوقع منه أن يؤيد النظرة التي تدع عطاءات إنهاء الخدمة غير ضرورية أو تقرر بهذا
النوع من التوزيعات بعض الدوافع السلبية التي قد تضر بأداء الشركة. ومن هنا فإن وجود
مديرين يتمتعون بأجور مرتفعة بين عناصر لجان التوزيعات يقود على المالب تلقائياً إلى
انحراف أجور أكثر ارتفاعاً وبالمثل فقد وجد برايس مايس وشارلز أوريلي و همس ويد أن
هناك تراجيحاً كبيراً بين مستويات توزيعات الأعضاء الخارجيين في لجان التوزيعات من
جهة ومستوى أجور المديرين العامين من جهة أخرى³⁹

وأخيراً فإن مسألة تضارب الاعتبارات قد تقود حتى الأعضاء المستقلين الذين ليسوا
أعضاء مديرين حاليين أو سابقين، إلى تبني قطاعات تبعث على تقديم التوزيعات السحبة
للمديرين التمهدين. فأعضاء المجلس سيميلون بطبيعة الحال إلى ارتكاب خطأ في الاتهام
الموجب لدى توبيخهم لأداء الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعنى. وكذلك
الحال أيضاً في توبيخهم لأداء المدير العام بالمقارنة مع نظرائه في الشركات الأخرى.
وهكذا ومن المؤكد أن الدافع إلى تجنب التضارب بين القطاعات والمواظبات لا يقتصر على
الشركات المسهمة العامة بل يندادها أيضاً توجهات أصحاب الشركات المردية الذين
يمثلون المالكين الوحيديين لشركاتهم الخاصة. عبر أن لوائك المالكين يتعملون بأنفسهم
التكاليف الكبيرة التي تترتب على جعلهم إذا ما تركوا أنفسهم عرضة لقرط تأثير مسألة

تصارب الاعتبار تلك. وحالها لذلك فإن التكاليف الشخصية التي قد تترتب على محاسبة المديرين بالنسبة لمعظم الاعضاء المستقلين في مجالس الإدارة أو لجلب التمويلات لا تتعدى كونها مسئلة خلفية.

التكلفة الضئيلة لمحاسبة المديرين

إن الدوافع الاقتصادية وكذلك أيضاً الموانع النفسية والاجتماعية تتكاثف جميعها، كما رأينا، لتدفع أعضاء المجلس المستقلين إلى محاسبة المديرين التمهيديين. والسؤال الذي يطرح نفسه والحالة هذه يقول، هل هناك من قوى معاكسة تجعل محاسبة المديرين في أعين أعضاء المجلس أمراً مكلفاً يهجم الابتعاد عنه؟ لسوء الحظ لا فإن التكاليف التي قد تترتب على محاسبة المديرين بالنسبة لمعظم أعضاء مجالس الإدارة هي في مجملها ضئيلة للغاية. وهذه التكاليف تأخذ أحد شكلين. (1) تراجع قيمة ما يملكه أعضاء المجلس أنفسهم من أسهم الشركة. و (2) الإصرار بسبعة أعضاء المجلس

تراجع قيمة حصص أعضاء المجلس من أسهم الشركة.

بالرغم من أن التوقعات القائمة على أساس الاسهم قد باتت اليوم الشكل الأكثر شهرة لتمويلات أعضاء المجلس المستقلين⁴⁰ فإن نسبة ما يملكه الأعضاء المستقلين من أسهم شركاتهم ما زالت أصغر جداً من أن يكون لها أثرها الاقتصادي الملحوظ⁴¹ وقد وجد جون كور و روبرت هولتهاوز و ديفيد لاركر في دراسة لهم أن نصف أعضاء مجالس الشركات التي شملتها الدراسة يملكون ما دون 0.005 بالمئة من أسهم الشركات التي يشغلون مقاعد في مجالس إدارتها⁴² وعلى الرغم من أن هذا الرقم مرشح لبعض الارتفاع في المستقبل⁴³. فإن معظم أعضاء المجالس سيقبلون على الأرجح أن يملكون الا قدر أقل من أسهم شركاتهم⁴⁴

وبالنتيجة فإن أعضاء المجلس لا يحملون الا قدرأ مهملاً من التكاليف التي تترتب على برمييات التمويلات الحاصلة لتأخذ مثلاً عصفوا في المجلس بمبلغ 0.005 بالمئة من أسهم الشركة. ولمعترضي أن ذلك التفضو يتأمل في تبعات الموافقة على اتفاق التمويلات

الذي يطالب به المدير العام والذي من شأنه أن يضمن قيمة رأس المال المسهم بمقدار 10 ملايين \$ بالنظر إلى الحصة المتواضعة من إجمالي أسهم الشركة قبل الحسارة التي سيتحملها ذلك المصو عبر مراجع قيمة ما يملكه من أسهم الشركة. سيجه الموافقة على مطلب المدير العام أن تتجاوز 5500 إن هذه التكلفة الصئفة حتى لو تصاعفت مرات عديدة. إن تكفي للتعلم على المواعل الكئيرة التي تصمط على عضو المجلس في اتجاه تأييد مطلب المدير العام

بالطبع وبالرغم من أن تكلفة محاياة المديرين صميرة إلى حد الإهمال بالنسبة لمظم الاعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات، فإن الأمر قد لا يكون يديها إلى ذلك الحد في حالة البعض الآخر من الأعضاء المستقلين الذين يملكون (أو المبيع من قبل من يملكون) قدرأ كبيراً من أسهم الشركة. هؤلاء الاعضاء يدركون أنهم سيمهلون القدر الأكبر من التكاليف القرنية على ترتيبات الترميصات الحاطفة، ويمهلون على الأرجح إلى معارضة تلك الترميصات هذه الحقيقة من شأنها أن تقصر الوقائع التي تؤكد أن أحوز المديرين تقمص. وحساسية تلك الاجوز لاداء الشركة مرتفع بوصوح كلما اردانت كمية الاسهم التي يملكها اعضاء لجنة الترميصات في الشركة⁴⁵

حسارة السمعة:

نظرياً يمكن القول إن اعضاء المجلس الذين يبرزون ترتيبات ترميصات ممرطة في تقديم المكاسب للمديرين على حساب حملة الأسهم يرضون أنفسهم لحظر حسارة السمعة الطويلة. يقول جويرا الاقتصاد المالي الشهير أن يوحين فاما و مايكل جيسس في دراسة لهما إن لدى اعضاء المجلس المستقلين داهماً حقيقياً لعمايه مصالح حملة الأسهم. فهم حريصون بطبيعة الحال على الحفاظ على سمعتهم بوصفهم صناع قرار يجمعون بين الحيرة والفرهة. بل حريصون ايضاً على ترميز تلك السمعة⁴⁶ من الواضح أن فاما و جيسس اما يعنيان في حديثهما شريحة بميها من الاعضاء المستقلين الذين يشغلون في الوقت ذاته منصب المدير العام أو غيره من مواقع صنع القرار في هذه الشركة لو تلك بالنسبة لتلك الشريحة من اعضاء مجالس الإدارة يمكن القول إن قيمة ما يجسده أحدهم من رأس مال بشري قد تنطق بالفعل بسمته هبما يخص القدرة على مسع القرارات الصائبة. وبمأ لوجهة نظر

فأما و خمس فإن أعضاء المجلس المستقلين يستطيعون، غير تجسدهم دور الحارس الأمي الحريص على حماية قضة رأس المال المسهم، أن يعبروا أبلغ تعبير عن خبرتهم في صيغ القرار وأن يصرروا قضة رأس مالهم البشري في مشوارهم المهني الاساسي. وبالإضافة إلى ذلك يمكن القول إن بناء السمعة الطيبة كحارس أمين حريص على مصالح حملة الأسهم يساعد العضو على تحسين فرصه للظفر بعصوية إضافية في مجلس إدارة هذه الشركة أو تلك

إبنا نتفق مع فأما و خمس في أن سمعة أعضاء المجلس ورأس مالهم البشري، سواء في مواقفهم الاساسية أو في سوق مجالس إدارة الشركات، قد تتصور بعض الشيء إذا ما وافق المجلس على ترتيبات تمويلات صدف فيها بعد على أنها فاصحة في احتفاظها بحق حملة الأسهم وعلى سبيل المثال فقد توجه السخط في أعقاب عصبة إرون بالدعوة الأولى إلى محاضرات بعض أعضاء مجلس إدارة إرون⁴⁷ وارتفعت أصوات تطالب د حو مبدلسون العضو السابق في مجلس إدارة إرون بالاستقالة من منصبه بوصفه رئيساً لمركز ام دي أندرسون لمعالجة السرطان كذلك فقد كان هناك أصوات عارضة إعادة انتخاب فرانك سافاج عضو آخر من أعضاء مجلس إرون لعصبة مجلس الإدارة في شركتي لوكهيد مارتن و كوالكوم ولكن في النهاية بقي مبدلسون رئيساً لمركز ام دي أندرسون لمعالجة السرطان، وأعيد انتخاب سافاج لعصبة كلا للمجلس. على أنه أثر في نهاية المطاف الاستقالة من مجلس إدارة كوالكوم كذلك فقد يدر أعضاء مجلس إدارة إرون السامبون ويدي عرام و روبرت جيديك و هيربرت وينكر الابن إلى التحلي ببساطة عن مواقفهم في مجالس إدارة بعض الشركات الأخرى بعد ادلاع الفضيحة وذلك على الأرجح بدافع استباق الأحداث وسحب الحوض في مارك انتخابية يتوقعون أن يواجهوا فيها بعض المعارضة⁴⁸

صحيح أن محاولات عضو المجلس من أن يخسر سمته نتيجة لقراره ترتيبات تمويلات فاصحة، قد تخلق بالفعل نوعاً من الحدود التي ليس من مصلحة العضو أن يتجاوزها عبر أن تلك الحدود ليست صيقة في أي حال من الأحوال. طالما أن ترتيبات التمويلات التي صدقها المجلس تقع ضمن المجالس المألوف والذي ينظر إليه بصمتة مقبولة فإن أعضاء المجلس لن يتدخلوا على المال أي حسارة في السمعة دعوى تنظر في مثال عضوية مجلس إدارة إحدى الشركات يشمل في الوقت ذاته موقع المدير العام أو أحد كبار المديرين التنفيذيين في شركة أخرى. إن قرارات التمويلات التي يتخذها مجلس إدارة الشركة الأولى والذي

يشارك فيه ذلك العضو بصمته عضواً مستقلاً. من غير المنطوق أن تؤثر في أي من الأطراف المعنية بتعيين ذلك العضو مستقبلاً في أي من المواقع التمهيدية الجديدة وعلى الغالب فإن تلك الأطراف لن تكثر مطلقاً لقرارات التوصيات تلك. إن أرباب العمل المحتملين بادراً ما قد يهتمون بجميع المعلومات عن مساهمات عضو بهم من أعضاء المجلس المستقلين في صبح أو تمرير ترشيحات التوصيات في هذه الشركة أو تلك. والأهم من ذلك أن أرباب العمل المحتملين سيركزون بالدرجة الأولى على أداء العضو في موقعه الأساسي كمدبر تمهيدى والذي يأخذ منه جل وقته، وليس على الأداء الذي يقدمه من وقت لآخر بصمته عضواً مستقلاً في مجلس إدارة هذه الشركة أو تلك

إن الأداء الذي يقدمه أحد الأمضاء المستقلين في مجلس الإدارة قد يحظى بكثير الاهتمام من قبل الأطراف المعنية بتعيين ذلك العضو في مجلس إدارة واحدة من الشركات الأخرى. لكن على هذا الصعيد يمكن الجرم في جميع الأحوال بل بقاء سمعة قوامها التنازع مع المدير العام بشأن توصياته لم يكن يوماً عاملاً إيجابياً يساعد في تحسين فرصة الحصول على عضوية إضافية في مجلس آخر بل على العكس من ذلك فإن مثل تلك السمعة إذا ما اتيج لها أن تؤثر في فرص العضو المستقبلية قد تنقص حائلاً دون العضوية الجديدة ولا يصح أن يحتاج الحصول إلى المجلس إنما يكفى في أدرج اسم المرشح ضمن قائمة الشركة التي يتماون على عداها كل من المجلس ولجنة الترشيح والسمعة القائمة على إثارة التصديقات فيما يخص توصيات المدير العام تمثل على الغالب عاملاً سلبياً وليس إيجابياً في نظر لجان الترشيح التي تتطلع إلى إعناء مجالس إدارة شركاتها بيمس المرشحين الخارجيين

من هنا يتصح أن غياب الدور الذي يهيمى لن تتطلع به حوافر السمعة في دفع أمضاء المجلس إلى الحرص على حماية مصالح المسهمين في سياق ترشيحات التوصيات هو نتيجة طبيعية للالابات المنتجة في استقاء أعضاء المجلس في المصل 16 من الكتاب يقترح اصلاحات جديدة تقوم على اعطاء حملة الاسهم فرصة حقيقية للمشاركة على نحو فعلي في اختيار أعضاء المجلس إن اصلاحات من هذا النوع من شأنها أن تخلف لدى أعضاء المجلس حوافر حقيقية لبقاء سمعة قوامها الحرص على خدمة مصالح حملة الاسهم بدلاً من ممانعة المدبرين أما في الوضع الراهن فليس بإمكاننا أن نمول كثيراً على عامل السمعة في مواجهة

المواضع الاقتصادية والبرعات الطبيعية التي تمنح أعضاء مجالس الإدارة إلى الوقوف في صف المديرين على حساب حملة الأسهم.

عوز الوقت والمعلومات

حتى لو شكك الأعضاء المستقلون الذين يرغبون في تجنب أو لآخر في الدفاع عن مصالح حملة الأسهم خلال جلسات النقاش على أجور المدير العام وغيره من المديرين التبعديين عادة ما كانوا يواجهون مشكلة عدم توافر ما يلزم من الوقت والمعلومات للنجاح في تلك المهمة⁴⁹ معظم أعضاء مجالس الإدارة المستقلين يرولون أعمالاً أخرى تقتضي الالتزام بدوام كامل. والواقع أن الأعضاء المستقلين لم يصرفوا في الأحوال العادية إلا النزر اليسير من الوقت للوقوف على حقيقة مستوى أداء الشركات التي يشغلون مفاعد في مجالس إدارتها وقد يمتد الاستطلاع التي تناولت سياسات مجالس الإدارة في المدة التي سميت موجة فضائح الشركات التي اندلعت في أواخر 2001 أن الأعضاء المستقلين لم يخصصوا للمجلس الواحد سوى نحو 100 ساعة فقط على امتداد العام⁵⁰ وفي الواقع، وكما يوثق راكميش كورانا في كتابه حول تعيين المديرين العاميين، فإن المرء ليساب بالدهشة لقلة ما صرفته مجالس الإدارة من الوقت حتى على المسائل الحساسة مثل مسألة اختيار مدير عام جديد⁵¹

إنشاء السموات الفللة الماسية شهد الوقت الذي يخصصه أعضاء مجالس الإدارة المستقلين للمهام المتعلقة بمصوبتهم في تلك المجالس تزايداً كبيراً ومطرداً وبحسب بعض التقديرات التي تناولت 1000 شركة من كبرى الشركات المسهمة العامة في الولايات المتحدة فإن أعضاء مجالس الإدارة قد خصصوا خلال العام 2002 نحو 190 ساعة لمناوبة المهام المترتبة على عسوية المجلس⁵² وتبعاً لتلك التقديرات فإن هذا الرقم مرشح لمزيد من الازدياد ولكن ينبغي بالقابل ألا نعمل حقيقة أن هاتين ساريس ألوكسلي وما وافقه من تشديد على شكلبات عمل مجالس الإدارة قد خلق لأعضاء مجالس الإدارة احتياجات أساسية من حيث الوقت. لذلك فإن من المتوقع أن يستمر الأعضاء المستقلون الذين يقتصر التزامهم مع الشركة على دوا حرنسي عند الحاجة في تخصيص قدر قليل فقط من وقتهم لتصميم وإبرام ترهيات التعويضات المقدرة، تقويم السياسات المثلى لمجالس إدارة الشركات، والذي ورعنه أحياناً

أحدى الشركات القانونية المشهورة على عملاتها، يصبح بأن نجتمع لجنة الترميمات ثلاث مرات في العام مرتين في كانون الثاني/يناير و مرة في تشرين الثاني/نوفمبر⁵³

وبالإضافة إلى ما يواجهونه من حدود زمنية ضلّ الكثرين من أعضاء مجالس الإدارة لا يملكون المعرفة والخبرة اللازمة لإجراء تقويم موضوعي لترتيبات الترميمات التي تقع على عاتقهم مسؤولية البت في أمرها وقد لاحظ جيفري سوبفيلد العميد المساعد لمهدبيل للأعمال هذه الظاهرة قائلاً: «لقد عملت مع المهدب من أجل الترميمات، وأعلم جيداً أن أعضاء مجالس الإدارة في كثير من الأحيان يجرون عن فكر رموز الاحكام المقدرة في الوثائق التي يبعي عليهم مراجعتها وتقويمها. وحشية الظهور بمظهر الممثل يتجنب أحدهم الاستسار عن آلية عمل بعض الأدوات التي تطوي عليها تلك الاحكام»⁵⁴

في سعيهم إلى اتخاذ القرارات المناسبة بشأن الترميمات وجد الاعضاء المستقلون أنفسهم عموماً مضطرين إلى الاعتماد على المعلومة والمشورة المتقدمين من قبل قسم الموارد البشرية في الشركة ومستشاري الترميمات الذين يتماقد منهم ذلك القسم. واعتمادهم على هذا المصدر القريب من الجهاز التنفيذي قد أضعف بطبيعة الحال في حرف بعض الأمور في الاتجاه الذي يحدم مصالح المديرين التنفيذيين⁵⁵

مستشارو الترميمات

رأياً أن أعضاء مجالس الإدارة لديهم دوافعهم الاقتصادية وميولهم النفسية التي تشجعهم على تبني سياسات تتطوي على بعض المعايير للمديرين للتعمدين حتى لو كانت المعلومة والمشورة التي يبدون عليها قراراتهم قادمة من أشخاص لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم. غير أن الأشخاص الذين يرون أعضاء المجالس بالمعلومة والمشورة هم أنفسهم لديهم بدورهم دوافعهم الخاصة لمعاياد المديرين. وهذا يصبح ليس فقط فيما يخص قسم الموارد البشرية في الشركة، والذي يصنع بطبيعة الحال لمنطقة المدير العام وإنما أيضاً فيما يخص مستشاري الترميمات الذين توكل اليهم. بموجب عقد خارجي مهمة تقديم المعلومة والمشورة لقد واجه مستشارو الترميمات على الدوام دوافع قوية لإرضاء المديرين العاملين أو على الأقل للحرص على عدم إغصابهم. وعلى حد تعبير وورن

بوضوح فإن مستشاري التعميمات، لا يجدون أي صعوبة في تعيين الجهة التي تدعى بالبرودة فوق وعيهم.⁵⁶

عادة ما كان التعاقد مع مستشاري التعميمات يتم عن طريق قسم الموارد البشرية في الشركة وكثيراً ما كان المدبرون العاملون يتدخلون على نحو مباشر أو غير مباشر في عملية الانتقاء.⁵⁷ وحتى في حالات عدم تدخل المدير العام لم يكن صعباً على المستشار الذي يقع عليه الاختيار أن يفهم من تلقاء نفسه أن أي اقتراح لا يرضي مدير العام من شأنه أن يقضي كلياً على فرصة الحصول على عقد آخر من الشركة في المستقبل. ومن جهة أخرى فإن مستشاري التعميمات يعملون عادة لدى شركات الاستشارات، وهذه تستمد معظم دخلها من الخدمات المحتملة الأخرى التي تقدمها لأقسام الموارد البشرية في الشركات المختلفة. وشركة الاستشارات التي يعمل لديها مستشار التعميمات المكلف كثيراً ما تربطها بالشركة المكلفة عقود خدمات أخرى، أو أنها على الأقل تأمل في الحصول على عقود مستقبلية مع تلك الشركة. وقد علق أحد مستشاري التعميمات على حساسية هذه العلاقة بالقول: «هناك شريحة من العملاء الذين يحرصون أحداً على ألا يفهمهم العملاء الحاليون والعملاء المحتملون»⁵⁸

وفي النهاية وحيث إن إيراداتهم لا علاقة لها من قريب أو من بعيد بقيمة رأس المال المسهم فإن مستشاري التعميمات لم يتعلموا يوماً أيّاً من التكاليف التي فرضتها معاقبة المديرين على حملة الاسهم لم يكن أمام المستشارين أي خيار آخر سوى جني المكاسب عبر توظيف خبراتهم وصلاحياتهم في معاقبة المديرين المعاصرين. وقد وصف اثنين من أعضاء مجالس الإدارة في مقابلة أجرتها معها مجلة فوربس تحت عطاء من السرية التامة للمجالس التي تؤثر في أداء مستشاري التعميمات وصفاً لادعاء بشهر إلى الحقيقة دون موارد بل بشيء من القسوة:

اعتقد أن من الصعب أن تجد مستشاراً واحداً لا ينتهي به الأمر في نهاية المطاف إلى مراوغة التمرر. المستشارون يحصلون على عقودهم من الجهاز التمهيدي. وهم يعلمون أن العقود التي قد يحصلون عليها في المستقبل لن تكون إلا من «جهاز التمهيدي».

أي نوع قد يخطر في بالك من انواع المستشارين اما يتم استقدامه بقصد فحص التكاليف. أما في حالة مستشاري التوظيفات. فإن الهدف الاساسي من استقدامهم إما هو تقديم التسموعات لكل ما يريد المدير العام بمروءة دون قيد او شرط وفي النهاية يكفي أن يسأل المرء نفسه من الذي يقترح أسماء أولئك المستشارين على المديرين العامين الآخرين⁵⁹

ودوافع مستشاري التوظيفات تمثل عاملاً مهماً لأن هؤلاء يتمتعون بصلاحيات واسعة في أدايتهم بمهمتهم. فالمستشارون يقدمون المعطيات التي يبني عليها أعضاء مجلس الإدارة قراراتهم بشأن التوظيفات. وهم أيضاً يؤطرون المسائل ويقومون بإعداد قائمة الحلول البديلة يوصار إلى طرحها على المجلس. إن محدودية الوقت الذي يستطيع أعضاء المجلس تخصيصه للبحث في قرارات التوظيفات. واقتدار هؤلاء في كثير من الاحيان إلى المطومة والخبيرة اللارمئين يهودان أعضاء المجلس إلى الاعتماد على نحو رئيس على المعطيات التي يقدمها المستشارون. ومن هنا فإن أي اختيار إلى معابة لمديرين من جانب مستشاري التوظيفات من شأنه أن يولد نتائج ترصني المديرين على حساب حملة التسمو حتى لو فرضنا حدلاً أن أعضاء المجلس ليس لديهم أي دوافع أو ميول لمعابة مديريين.

ومن الوسائل التي يستخدمها المستشارون في معابة المديرين أن يمدد احدهم إلى جميع جملة متكاملة من معطيات التوظيفات تقدم لسؤوغ - لموضوعي لبرنامج التوظيفات الذي يطالب به المدير وعلى سبيل مثال فإن مستشاري التوظيفات يميلون على الدوام إلى تصميم احصاءاتهم على نحو انتقائي سعيماً إلى احترام المقدرة في لجانب الذي يعيد في دعم التوجه إلى زيادة الاجور⁶⁰ هذا كان اداء الشركة جيداً عند استشاريون إلى اقتراح زيادة حجم التوظيفات بحجة أن الاجور ينبغي أن تعكس مستوى الاداء. ولهذا السبب ينبغي أن يكون أجر المدير العام اعلى من وسطي اجور المديرين على مستوى العمل المعني وبالتالي وبالصحة اعلى بوصف من اجور نظرائه مديري الشركات الاخرى الذين قدموا اداء متواضعاً اما اد كان اد الشركة ضعيفاً فإن مستشارين يميلون إلى عرض الطرف عن الاداء وتسلط الضوء على المايير القياسية للاجور على صعيد شركات الحقول المعني مؤكداً في ذلك على ضرورة زيادة اجر المدير العام بما يسعج مع مستويات التوظيفات السائدة⁶¹

مستقبلاً قد تشتت صلاحية التعاقد مع مستشاري الترميمات رسمياً من يد قسم الموارد البشرية التي يد لجنة الترميمات. تقصي شروط التسجيل الجديدة في سوق نيويورك للأوراق المالية بأن تكون لجنة الترميمات، بموجب ميثاق تشكيلها الجهة الوحيدة المطولة بالتعاقد مع مستشاري الترميمات وتقوم هؤلاء بمساعدة اللجنة فيما يخص تقديم ترميمات المديرين الترميمات⁶² حصر في قسم الموارد البشرية سيحتفظ في جميع الأحوال بدوره لهم كمصدر مطلع يوصي بالأسماء بمسئشار دون آخر وإنما أحداً بالحسبان أن المستشارين يحصلون على القسم الأكبر من إيراداتهم عن طريق تقديم الخدمات المحتملة لقسم الموارد البشرية. يمكننا أن نحرم بأنهم لن يخسروا شيئاً من دوافعهم القوية لترك انطباع طيب لدى قسم الموارد البشرية وتحسب كل ما من شأنه أن يترك صمو المدير العام ومن هنا فإن الإصلاحات الأخيرة قد تقلص، لكنها لن تلغي، الانحراف الإصلاحي الناجم عن الدور المحار الذي يضطلع به مستشارو الترميمات.

وعلى كل حال فإن إعطاء لجنة الترميمات السلطة الحصرية للتعاقد مع مستشاري الترميمات من شأنه أن يدفع المستشارين إلى توجيه اهتمامهم نحو تطلعات اللجنة بدلاً من تطلعات المديرين. لكن من غير المتوقع أن يستثمر مستشارو الترميمات أي دوافع مباشرة للتركيز على مصالح حملة الأسهم ومن هنا يمكن القول بقدر ما سيحتفظ أعضاء المجلس بدوافعهم وميولهم لمحاباة المديرين سيتمتع مستشارو ترميمات على الغالب في مساعدتهم على فعل ذلك.

المديرون العامون المعينون حديثاً

بصطلاح مجلس الإدارة بمهمة المصادقة على ترميمات المدير العام لدى تعيين مدير عام جديد للشركة وكذلك أيضاً على نحو دوري أثناء سنوات عهد المدير العام في الشركة وفي انتقاء لما كنا قد أوردناه في عمل سابق وعم كهن موزة أن المديرين العاميين الجدد لن يكون لديهم ذلك القدر من القوة والنموذ ولن تتواهم لهم الوسيلة للتأثير في قرارات مجلس الإدارة عندما يتفاوضون مع أعضاء المجلس على درجة أجورهم الأولى حتى إذا سطعنا بعيننا المحاومة على مخطال الدراع عن مسرح التفاوض بين مجلس الإدارة والمدير العام

المستمر في قيادته لشركة فإن هذا النوع من المساومة حاصر ودون أدنى شك والقول لموريج لدى تعيين مدير عام جديد، ولا سيما إذا كان هذا الأخير قريباً عن الشركة⁶³ أما رؤيتنا للواقع فنقول إن مفاوضات مجالس إدارة الشركات مع المرشحين الجدد لتسلم منصب المدير العام ربما كانت أقرب قليلاً إلى نموذج المساومة على مطلق الدراع. إذا ما قورنت بالمفاوضات مع المديرين السابقين المستمرين في شغلهم لمناسبتهم. لكنها كانت ولا تزال بعيدة جداً عن مضمون ذلك النموذج.

من المؤكد أن بعض العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاربة المديرين المتعديين الذين على رأس فعلهم أن تكون حاضرة عندما يتفاوض أعضاء المجلس حول مبيعات التمويلات مع مدير جديد معتمل هادم من خارج الشركة. فامرئ الشيخ الجديد لمنصب المدير العام لم يكن له أي دور في تسمية أي من أولئك الاعضاء لمصوبة مجلس الإدارة. ولذلك فإن أي من أعضاء المجلس لن يشعر تجاه المدير الجديد المحتمل بواجب الانسحاب والولاء الذي يشعر به تجاه المدير الذي دعم تسميته لمصوبة المجلس. وبالإضافة إلى ذلك فإن روح الألفة والرمالة التي تنمو بالتدريج عبر العمل معاً ضمن إطار مجلس إدارة الشركة. لن تكون قد تطورت بعد.

ومع ذلك فإن من المرجح أن المساومة بشأن الترميزات قد كانت بعيدة كل البعد عن مطلق الدراع حتى في حالة التفاوض مع المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام. فبالنظر إلى أن المرشح قد يجلس قريباً على كرسي المدير العام إذا ما تكلت المفاوضات بالنجاح سيستثمر أعضاء المجلس مما أيضاً بواقع كبيرة لإرضاء ذلك المرشح. والمدير العام الجديد سرعان ما سيكون له نموده وتأثيره فيما يخص مستوى ترميزاتهم. كما أن موقعه سيمنحه أيضاً صلاحيات واسعة لتوزيع المكافآت على أعضاء المجلس كما يشاء.

ومن جهة أخرى فإن بعضاً من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاربة مدير العام المستمر في شمله لمنصبه ستكون حاضرة بالدرجة نفسها الدرجة في حالة التفاوض بشأن الترميزات مع المدير العام الجديد. فبإل تولى المنصب فحيث إن أعضاء المجلس سيطلبون إلى العمل جميعاً إلى حسب في حرم الرمال مع المدير العام الجديد. لا بد أنهم سيسمون بطلبهم الحال إلى تهيئة كل الظروف كي تكون الانطلاقة

الجديدة لطلبة كلية كذلك فإن الدواهي الثقافية لنحسب مافضة الدات، التي تدفع أعضاء المجلس الذين يشغلون في الوقت ذاته مناصب مديري تنفيذيين في شركات أخرى ويتقاضون أجوراً مرتفعة لقاء مهامهم التنفيذية تلك، سوف تعمل عملها بالدرجة ذاتها في حالة المدير العام الجديد الذي تولى منصبه لتوه ولما كان أعضاء المجلس لا يملكون عادة إلا قدرأ قليلا من اسهم الشركة فإن الحسارة المالية التي سيتحملونها من جراء سخطهم المفترض في تعاملهم مع زميلهم ورئيسهم الجديد ستظل بدورها صغيرة إلى حد الإهمال

وأخيراً فإن الحدود التي يصطدم بها أعضاء المجلس من حيث الرمن والمعلومة التي تحد من قدرة أصحاب المرمية والمواي الطبية منهم على الحوص في مساومة موضوعية مع المدير العام، قد ثبت حضورها بالدرجة ذاتها في معامولات مجالس الإدارة مع المديرين الجدد الخارجيين، وعلى حد تعبير رانكيش كورنا فإن أعضاء مجالس الإدارة كانوا ولا يزالون يهذبون كل البعد عن الثقة حتى في انتقاء المدير العام الجديد⁶⁴ إن اختيار المدير العام غالباً ما يكون عاملاً أكثر أهمية بالنسبة لمستقبل الشركة من تفاصيل برنامج الترميزات الذي يبدأ معه مشواره في قيادة الشركة وإد كان أعضاء المجلس لا يبدلون إلا قليلاً من الجهد والاهتمام في اختيارهم المدير العام الجديد فإنهم لن يبدلوا على المالب الكثير من الجهد والاهتمام في مساومة المدير العام الجديد على ترميزاته

وفصلاً عن ذلك، وكما في حالة المديرين العامين المستمرين في شغلهم لمناصبهم فإن القيود الرمية تنصطر أعضاء المجلس في دراستهم لبرنامج أجور المدير العام الجديد إلى الاعتماد على المعلومة والمشورة التي يقدمها قسم الموارد البشرية ومن يستعين به ذلك القسم من مستشاري الترميزات وعناصر قسم الموارد البشرية يدركون جيداً أن الشخص الذي يقومون اليوم بإعداد برنامج ترميزاته ربما يكون رئيسهم في الغد كذلك فإن مستشاري الترميزات يدركون بدورهم أن المدير العام القادم سيكون له كبير الأثر في قرار الشركة المستقبلي بشأن الاستمرار في الاستعانة بخدماتهم ومن هنا يتضح أن عناصر قسم الموارد البشرية وكذلك أيضاً مستشاري الترميزات جميعهم كان لديهم هي الدوام حافز حقيقي لاستخدام صلاحياتهم في معابة المدير العام الجديد

وفي النهاية. وإذا ما أخذنا بالحسبان النظرة السلبية التي ستوجه إلى مجلس الإدارة إذا ما فشل في التعاقد مع مدير عام بديل في الوقت المناسب فإن من مصلحة أعضاء المجلس أن يرضخوا بالمساومة الجديدة إذا ما كانت ستقود إلى إيقاف عجلة الشركة. والمحافظة على التوقعات التي يطالب بها المرشح لمنصب المدير العام تقلل كثيراً من خطر أساس بمشاعر المرشح ودفقه إلى الانسحاب كما تجنب المجلس أيضاً خطر الاتهام بأنه يعتمد فرض شروط تعجيرية. وهي في ذلك تمثل الطريق الأسرع والأفضل لزيادة احتمال قبول المرشح بالمر من المقدم له. والمجلس لا يريد أن يمسب إليه إفساد الأمر عبر إضاعة الشخص الذي رأى المجلس ذاته أنه الأنسب لتولي مهام المدير العام في الشركة وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يرون عيونهم في إتمام عملية اختيار المدير العام الجديد بالسرعة الممكنة بغية تخفيف العبء الثقيل الملقى على عاتق المجلس وفي الوقت ذاته فإن التكاليف التي قد يتحملها أعضاء المجلس في حال استسلامهم لمطالب التوقعات المفرطة التي يقدمها المرشح سنهلة للعناية بالنظر إلى حصصهم المتواضعة من أسهم الشركة وهكذا فإن أعضاء المجلس إذا ما تشبثوا بدور المساومة العنيد يسمون أنفسهم أمام أحد احتمالين ربح صئيل أو خسارة كبيرة. وبالمقابل فإن المرشح منصب المدير العام لديه كل الدوافع للتصبر والإصرار على محور أعلى وأهل حساسية للاداء طمعاً في ضمان حصوله على دخل مرتفع حتى إذا ما كان أدائه متواضعاً كل هذه العوامل مجتمعة تدفعه إلى ترجيح كافة المديريات العامية حتى لو كانوا جدداً عربيين عن شركة

حالات إقالة المديرين العاميين (على ندرتها)

سجل تواتر حوادث إقالة المدير العام من قبل مجلس الإدارة ارتقاعاً ملحوظاً في تسعينيات القرن الماضي بالمقارنة مع العقود السالفة وقد عزي ذلك إلى تلاميذ دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات⁶⁵ وقد لقي توجه بعض مجالس الإدارة إلى التفكير في إقالة المدير العام بسبب ضعف أدائه قدراً كبيراً من الاهتمام بصحته يمثل مؤشراً قوياً على حدوث تطور حقيقي على صعيد حوكمة الشركات⁶⁶

اعتبر منتقدو عملنا السابق من أمثال هولمان جنكنس الصنعفي الذي يكتب عموداً في مجلة وول ستريت جورنال أن تلاميذ استعداء مجالس الإدارة لإقالة المديرين العاميين يقيم

الدليل على أن المجالس تتعامل مع المديرين بالفعل على نطاق ذراعها⁶⁷ هي مجالس الإدارة الذي يذهب إلى تعامله مع المدير العام إلى حد الترويج بالإقالة قادر بالتأكيد، وفق حجة هؤلاء، على التعامل مع بشأن التعويضات على نطاق الذراع. غير أن ظاهرة إقالة المدير العام، أو دفعه إلى الاستقالة عابرة في حقيقة الأمر عن إقامة الدليل على التعامل على نطاق الذراع بين المجلس و مدير

إن من المهم أن نلاحظ في الذاكرة أن تواتر حوادث الإقالة لا يزال ضئيلاً إلى أبعد الحدود وقد تمت دراسة شملت أكثر من 1000 شركة أن نسبة المديرين العامين الذين استقالوا أو أُرغموا على الاستقالة بسبب ضعف الأداء أثناء المدة الممتدة من 1993 وحتى 1999 كانت أقل من الثلثة في العام⁶⁸ كما كشفت دراسة أخرى عن أن إهدات المديرين العامين في الشركات المسهمة العامة أقل حساسية للأداء على نحو واضح من إهدات نظرائهم في الشركات الرديئة التابعة⁶⁹ والمديرون العامين في الشركات المسهمة العامة ليسوا مهذبين يخطر الإقالة إلا إذا كان أداءهم سيئاً للغاية أو إذا تمرد أحدهم إساءة استخدام سلطاته. هي مجالس الإدارة لن يلجأ إلى اتخاذ إجراء كهذا إلا إذا تعرض لصعوبة حرجية شديدة من السوق الذي يتولد نتيجة خطأ أدري جسهم وفاضح أو سلوك لا أخلاقي من جانب المدير العام.

وفضلاً عن ذلك فإن مجالس الإدارة يعمد في الحالات النادرة التي يطلب فيها من المدير العام تقديم استقالته إلى إغراق العطاءات المجانية على حد الأخير ضمن ما يعرف باسم رزمة «مع السلامة» - مبالغ مالية ومكاسب وسهيلات خارج إطار تعويضات إنهاء الخدمة المنصوص عليها في العقد. كي يكون الرحيل طويلاً جميلاً، وسوف نأتي إلى مناقشة هذا النوع من العطاءات المجانية يشبه من التسهيل في الفصل 7. وسواء كانت تلك العطاءات المجانية ضرورية للتقلب على معارضة بعض أعضاء المجلس لأي إجراء من شأنه أن يؤدي المدير، أو كانت مجرد وسيلة لتهدئة الموسوس وتجميد المجلس بعض المصالحات التي قد يتعرض لها من جراء إقصاء المدير من منصبه. فإن تواتر استندامها في الحالات التي يطلب فيها المجلس من المدير المعافاة بشهر إلى أن أعضاء المجلس لا يتعاملون مع المدير العام على نطاق الذراع

حتى لو سلمنا حداً بأن مجالس الإدارة قادرة على اتخاذ قرارات مستقلة بشأن اتفاقية المديرين في حالات الأزمات. فإن هذا لا يهيء بالصعوبة أنها قد تتخذ قرارات مستقلة في الأحوال العادية عندما يتعلق الأمر بمهام إعتيادية من شائكة ترتيبات التمويل. عندما يكون أداء الشركة تبيعاً يتعرض أعضاء المجلس لضغوط خارجية متنامية تدفع بهم إلى إلهاء حل قد يحسن أعضاء المجلس. إنهم يظنون ساكتين ولم يفعلوا شيئاً. من أن ذلك قد يمد تفصيلاً واضحاً من أداء مهامهم الأمر الذي قد يثير موجة من الانتقادات الموجهة في الأوساط المعنية وربما ينتهي الأمر إلى تحديات انتحائية تهدد عضوية بعضهم. عندما يصل الأمر إلى حد تعرض مصالح أعضاء المجلس المباشرة للخطر، فإن دوافع هؤلاء إلى اتفاقية المدير العام قد تتقلب بالفعل على العوامل الاجتماعية والنفسية وعلاقات الرقابة وغيرها من العوامل التي تدفع بهم في الأحوال العادية إلى الابتعاد عن كل ما من شأنه أن يمسب المدير العام لكن خطر حدوث مثل تلك التطورات مشتل جداً إن لم يكن معدوماً حين يقف المجلس أمام مسؤوليته الإعتيادية فيما يخص المصادقة على ترتيبات تمويلات لا يبدو عليها خطر السخاء على هذا النحو الماض

تفاوتات عمليات تحديد الأجور بين الأفضل والأسوأ

بالرغم من اعتماد عملية تحديد الأجور عن المساومة على مطالب الدراع في العالوية المظلمة من الشركات السهم العامة فإن سير تلك العملية كان في بعض الشركات أفضل بوصف منه في بعضها الآخر. فالعوامل المعقدة التي تعرقل المساومة على مطالب الدراع - تعود المديرين التعمدين فيما يخص تسمية أعضاء المجلس. صلاحيات المديرين في مكافأة الأعضاء الأكثر مردونة وتمازواً، المؤثرات الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء مجالس الإدارة إلى معاباة المديرين، محدودية التكليف التي يتحملها أعضاء المجلس أنفسهم من جراء معاباتهم المديرين التعمدين. وكذلك أيضاً الأمور الذي يمانيه أعضاء المجلس في الوقت والعلومة - هذه العوامل جميعها تتأرجح في شدتها من شركة إلى أخرى. وكلما كانت محصلة هذه العوامل مجتمعة أقوى. وأشد كان الانحراف عن المساومة على مطالب الدراع أكبر وأكثر وضوحاً. في الفصل 6 سوف تأتي على مناقشة دلائل تشير بقوة إلى أن أجور

المدير العام شغل مستويات أعلى وشديدي حساسية أقل للاداء. كلما ازداد يعود المدير العام واتسعت سلطته على أعضاء مجلس الإدارة

وبمثل ما شيئين درجة انحراف تعامل المجلس مع المدير عن منطق مطلق الدراع بين شركة وأخرى. فإنها تضع أيضاً لتطورات من نوع آخر يفرضها عامل الزمن. والحقبة أن العوامل التي تمرقل التفاوض على مطال الدراع تمثل إلى حد بعيد حصة جملة المواعيد القانونية السارية والسياسات العمالية التي تعتمدها الشركات. والمواعيد والسياسات الواضحة جعلت أعضاء مجالس الإدارة عرضة لتأثير جملة من الحوافز والدوافع والدوافع التي تعمدهم من مساومة المديرين على مطال الدراع بشئ الأجور

لا شك في أن المستقبل قد يختلف عن الماضي. والواقع أن البعض يذهب إلى الاعتقاد بأن عملية تحديد الأجور. وإن كانت إلى اليوم لا تجسد مبدأ التفاوض على مطال الدراع لا بد لها من أن تتحرك بفعل شروط التسجيل الجديدة التي اقترتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003. التي تقضي بتحرير دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات. لتتقرب كثيراً في المستقبل المنظور من الصورة المثالية للتفاوض القائم على مبدأ مطال الدراع. غير أننا نرى أن التغيرات التي أدخلت على شروط التسجيل في أسواق الأوراق المالية كما أوضحنا سابقاً سوف تصعب العوامل المحفزة التي دأبت إلى اليوم على دفع أعضاء المجلس إلى محاباة المديرين على حساب حملة الأسهم. لكنها لن تقوى على اجتثاث تلك العوامل

بالرغم من التغييرات التي أدخلت على شروط التسجيل فإن الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة سوف يجدون. كما في السابق. أن تجنب التراجع مع المدير العام يمثل الاستراتيجية الأكثر أماناً لتأمين إعادة الانتخاب لمصوبه جديدة في المجلس. وكذلك أيضاً للتغلب بحصة من المكافآت التي يقدمها المدير العام عبر قنوات كثيرة سبق في جميع الأحوال تمت نصرته العوامل الاجتماعية والنفسية كروابط الصداقة. والرمالة. والولاء. وروح الجماعة. ومشاعر الاحترام تجاه قائد الشركة. سوف تستمر جميعها في تحريك الكثيرين من أعضاء المجلس. ولن يكون هناك الا القليل مما يخص أعضاء المجلس على مقاومة تلك الدوافع والتوجهات. طالما أن التكاليف الشخصية التي يتحملها أعضاء المجلس من جرأ محاباتهم للمديرين باقية على ما هي عليه من الصلابة والصبر

لقد دعم خبراء حوكمة الشركات في كتاباتهم التي جمعت تواريخ السردج الأخير من تسعينيات القرن الماضي أن تنامي عليه الأعضاء المستقلين أثناء ذلك العقد قد حقق نجاحاً ملحوظاً على صعيد إعطاء المجلس دوراً أكثر فاعلية في مراقبة أداء المدير العام والإشراف عليه.⁷⁰ غير أن الواقع يؤكد كما رأينا سابقاً أن مظاهر الانحراف من منطق التفاوض على مخططات الدراع قد ظلت حاضرة بقوة وباعتقادنا إلى التوقعات الحالية بأن شروط التسجيل الجديدة في أسواق الأوراق المالية من شأنها أن تمهد السيادة إلى منطق التفاوض على مخططات الدراع هي بدورها توقعات لا مسوغ لها ولا ضمان. في المصلتين 15 و 16 سوف نقترح بعض الإصلاحات القادرة على تقليص سلطة المديرين العامين على مجالس إدارة شركاتهم أما هذا فلا يسمي إلا أن نختم هذا المصل بخلاصة مما دعاه أن نصارى تمويضات المديرين التنفيذيين قد تأثرت كثيراً بسفطة المديرين العامين على أعضاء مجالس الإدارة. ولا بد لنا من تيمم إصلاحات إضافية إذا ما اردنا لمعالج تلك التضاريس أن تمتد حقاً من قيود التأثير الشديد بمود المديرين العامين.

3) فترة المسهمين المحدودة على التدخل

أعضاء مجلس الإدارة يشتمون بالقدرة والسلطة والصلاحيات الواسعة لتصبح القرار بشأن تعويضات المديرين التنفيذي.

مكتبة ديلاوير

بريمر 2000

بعد أن رأينا أن مجالس الإدارة لم تكن تتعامل مع المديرين التنفيذيين على نطاق الدراع. ينتقل هذا إلى السؤال عما إذا كان هناك عوامل أخرى من شأنها أن تضطر مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى تبني النوع ذاته من عقود الاحوز المنفوع أن ينتج نظرياً من التفاوض على نطاق الدراع.

وعلى وجه التحديد يمكن القول أن مساعي حملة الأسهم لتقييد ترشيح تعويضات المديرين قد توجت بنجاح ثلاثة مسالك (1) مخصصة مجلس الإدارة (2) التصويت ضد خطط التعويضات القائمة على خيارات الأسهم (3) العمل على إصدار التوصيات التي تحمل اسم قرارات حملة الأسهم. وكما سنوضح في فقرات هذا الفصل فإن أي من تلك السبل لم يطلع فيمكن حملة الأسهم من وضع جهود حثيثة على أجور المديرين.

الخلاصة

إننا ببساطة لا نعتقد بإمكانية معالجة المشكلات المتعلقة بمعويضات المديرين عبر القنوات المصانعة. فالمحاكم بكل بساطة غير مؤهلة للبت في أهمية رزم التعويضات وسياسات الاحوز المتعلقة إذا أردنا أن نهمم التصاريح الحالية لتعويضات المديرين فإن علينا أن نأخذ بالحسبان أن الهيئات القضائية قد دأبت في حقيقة الأمر على تجنب الدخول

في مناهات تصميم ترتيبات الاحوز وأن حياز اللجوء الى القضاء لم يكن يوماً مناجاً على نحو ظلي أمام حملة الاسهم.

نظرياً يمكن لحملة الاسهم التوجه الى القضاء للطمس في الحدود الاقتصادية لثرم التعميمات المقدمة للمديرين باعتبارها تمثل تجاوزات يرتكبها اعضاء مجلس الادارة والمديرون على حد سواء بحق واجباتهم الائتمانية تجاه حملة الاسهم. وإذا ما اضطرت المحكمة بوجه أو بأحر الى العوص في قضية من هذا القبيل، فإن من غير المتوقع على الإطلاق أن تقوم بإجراء مراجعة موضوعية دقيقة للاستحقاقات المالية الحقيقية المتضمنة في ترتيبات التعميمات من الناحية العملية يمكن القول إن المراجعات القضائية قد عبرت دوماً عن فرص أي قيود فعلية على اجور المديرين. وبالفعل ضد كشفت دراسة احري في العام 1992 أن المعاكم في المالية العظم من فضائل الشركات قد رفضت في نهاية المطاف مطالب حملة الاسهم الداعية الى الاملاب على قرارات اتخذتها مجالس الإدارة في بعض الشركات المسهمة العامة¹

في ظل القاعدة القانونية السائدة التي تصرف باسم قاعدة أحكام العمل تأخذ المحاكم ببساطة بقرارات مجلس الإدارة. ورفض مراجعة الاستحقاقات العملية المتضمنة فيها طالما أن تلك القرارات تسوي في جملة الشروط القانونية المطلوبة في عملية صنع القرار في حالة تمويضات المديرين إذا كان اتفاق التعميمات مصدقاً من قبل أعضاء مستقلين (اسمياً) في مجلس الإدارة توالت لديهم المعلومات اللازمة. فإن قرار أولئك الاعضاء بمتع بالحصانة القانونية بموجب قاعدة أحكام العمل. وفضلاً عن ذلك فإن الهيئات القضائية لم تكن تنقش كثيراً في المعطيات التعصبية لدى حكمها فيها إذا كانت عملية صنع القرار في مجلس الإدارة محقق بالشكل الشروط القانونية المطلوبة. بل إن الهيئات القضائية قد اجازت على العموم الاستناد إلى الحصانة القانونية بموجب أحكام العمل بمجرد أن رزمة التعميمات قد تمت مناقشتها وتصديقها من قبل لجنة تمويضات مكونة من أعضاء مستقلين توالت لديهم بعض المعطيات أو استموا إلى عرض قدمه بعض من خبراء التعميمات من داخل الشركة أو من خارجها

طالما أن عملية صبح القرار تحقق تلك الشروط المبسرة فإن المحكمة سوف تبادر على المسموم إلى الاستناد إلى قاعدة أحكام العمل وسوف ترفض المطر في حجج الادعاء التي تقول إن ذرمة التتمويضات التي حظيت بتصديق المجلس كانت مضافه للمعطق العقلاسي الحجة الوحيدة التي قد تهدي المحكمة استعداءاً لسماعها هي أن ذرمة التتمويضات المعينة قد بلغت حداً من اللاعقلانية يمتنع أي انسان عاقل من الموافقة عليها. وانها بذلك تمثل بيساطة هدرأء فاصحاً لآوارد الشركة² عبر أن هذا المقياس يمثل كما وصفته محكمة ديلاوير العليا «احتياراً بالغ الصعوبة يسدر أن تجتمع حيوطه في يد فريق الادعاء من حملة الاسهم»³ وقد وصف احد مشاهير القضاة القضائيا التي يمكن فيها إثبات الهدر، بأنها - شأنها شأن حوادث ظهور وحش بهيمة نيس - سادرة إلى الحد الذي يثير الشك في وجودها⁴

كما كان من الممكن أنتمساً تقديم بعض الحجج للدفاع حس عن اسوأ حطمت التتمويضات وأكثرها اسراراً بمصلحة الشركة. فإن تحقيق المعيار المطلوب لتدخل القضاء يمثل أمراً بالغ الصعوبة. وبالفعل فقد بنيت دراسة قام بها هارك توفنتشتاين أن معاكم الاستئناف لم نصبر في تاريخ مصايا الشركات لمهمة العامة قراراً واحداً نثبت فيه حكماً يقضي بتقليص حجم تمويضات الحمار التمهدي على أساس نظرية الهدر⁵

وحرصاً على الشمولية ينبغي أن نلاحظ هنا ايضاً ان حملة الاسهم انراعيين في الطمس ببعض ترتيبات تمويضات المديريين أو جهوي، بالإضافة إلى ما تقدم جملة من الحواجر الإجمالية تجعلهم يجدون صعوبة بالغة حتى لا ايصال ادعائهم المادي إلى اذن القضاء. فالتتمويضات المبرطة لا تسبب مسرراً مباشراً لحملة الأسهم وانما تلحق بهم ضرراً غير مباشر عبر الإضرار بقيمة حصصهم من حقوق ملكية الشركة. في ظل قانون الشركات الرافض تحصر صلاحيات حملة الاسهم في حالات كهذه بوجه عام في رفع ما يسمى بدعوى ثانوية، دعوى مقدمة للقضاء نيابة عن الشركة. وحيث إن مجلس الإدارة وليس حملة الاسهم هو الجهة المخوطة عموماً باتخاذ القرارات نيابة عن الشركة - بما في ذلك قرار رفع دعوى قضائية - فإن المحاكم قد فرضت تعبيداً شديداً على قدرة المسهمين على متابعة مسيرة الدعوى الثانوية

من القيود الاجرائية الرئيسية ما يعرف باسم شرط الطلب، ومعاذ أرقام حملة الأسهم على تقديم طلب رسمي إلى مجلس الإدارة لدراسة المشكلة ومعالجتها قبل أن يسمح لهم برفع دعوى قضائية. وبلا حال عدم تقديم هذا الطلب فإن من حق المجلس عموماً أن يصرف النظر عن القضية⁶

إذا طلب المسهمون من المجلس متابعة مشكلة التنازع فإن المجلس يأخذ برأيهم الدعوى القضائية وقد يصدر بيساطة لبقائها فإذا ما أعطى المجلس الانطباع بأنه قد تصرف باستقلالية واهتمام بدراسة الادعاء على نحو معقول فإن المحكمة سوف تحترم قرار المجلس وتلتزم بلف القضية وسوف تنهي معاملة الدعوى القضائية بالعودة مجدداً إلى قرار الترميمات الأصلي الصادر عن المجلس وبالنسبة إلى السبيل الوحيد الذي يتيح للمساهمين المضي قدماً في متابعة الدعوى هو الانتكاف على شرط الطلب. والانتكاف على ذلك الشرط يقتضي أن ينجح المسهمون في إقناع هيئة المحكمة بأن تقديم مثل ذلك الطلب إلى المجلس مسألة «عقيدة» لا طائل منها.

غير أن إثبات عدم جدوى الطلب يقتضي أن يقوم فريق الادعاء بتقديم حقائق تفصيلية ذهبية تثير شكوكاً حقيقية حول نزاهة أعضاء المجلس واستقلاليتهم. وهذا الشرط من الصعب تحقيقه ولا سيما إذا ما أحسبنا بالحساب أن فريق الادعاء في هذه المرحلة من مراحل الدعوى لم يحصل بعد على فرصة المطالبة بمسح تحقيق يتيح له الوصول إلى الوثائق ذات الصلة أو إلى أي إقرار رسمي من جانب المدعى عليهم.

وأخيراً وحتى إذا ما نجح المسهمون في الانتكاف على شرط الطلب عبر إثبات عدم جدوى الطلب فإن مجلس الإدارة يحتفظ بحقه في تشكيل لجنة مقاصدة خاصة من أعضائه المستقلين للنظر فيما إذا كان استمرار الدعوى القضائية يتسبب مع المصلحة المثلى للشركة وإذا ما اقترحت اللجنة إيفاء الدعوى فإن المحكمة غالباً ما سوف تحترم قرار اللجنة وتعلق علاقات ملف الدعوى. وأجماًلاً فإن على المسهمين التظلم على العديد من الأمور لئلا يجرأ أية قبل أن تقبل هيئة المحكمة الاستماع لادعاءاتهم بشأن ترميمات المديرين وحتى عندما يظل أمامهم مهمة الصور في المعركة القانونية حول مشروعيتها الترميمات

المضارع عليها - وهي مهمة شبه مستعجلة بالنظر الى الاحترام الذي يكنه القضاء لاحكام
وقرارات أعضاء مجالس الإدارة ههنا يتعلق بشؤون أعمال شركائهم

حظيت قضية شركة ديسبي، التي تناقشتها معاكم ديلاوير أثناء الآونة الاخيرة، بقدر
كبير من الاهتمام وقد ذهب البعض الى القول ان مجريات تلك القضية تبشر بتغير حقيقي
في موقف القضاء من مسألة ترتيبات الترميمات⁷ تدور القضية حول مايكل أوليفر الذي
غادر ديسبي بعد ان شغل فيها منصب الرئاسة مدة تقل عن عام واحد وبالرغم من اجماع
الأوساط المهنية على وصف اداء أوليفر بالبائس والحائب فقد ادر هذا الامر ظهوره
للشركة ومضى حاملاً في جبينه زعمة تمويلات قدرت قيمتها بأكثر من 100 مليون \$ بمصل
الشروط المجبنة التي يمس عليها بند الإفالة في عقد الانتقال، التي تحصل تمويلات الإفالة
كلها عن الأداء وتقدم بذلك مثلاً للحوافز العكسية في ظل احكام ذلك البند يحتفظ أوليفر
في حالة الإفالة، حتى لو كان السبب صمم الاداء، بحقه في الحصول على كامل تمويلاته
التي كان سيتقاضاها لو سنى له البقاء في منصبه طوال المدة المتصورة عليها في العقد
ولا يحسم ذلك الحق الا في حال ارتكابه «مخالفة قانونية» صريحة

في بادئ الأمر أهدت محكمة ديلاوير العليا قرار محكمة البداية القاضي بعدم الاستماع
الى جميع الادعاء التي تصف زعمة تمويلات أوليفر بأنها تضر بمصلحة الشركة عبر
لحوافز العكسية التي تقدمها لبرئيس عبر ان محكمة العليا أعطت فريق الادعاء فرصة
الرجوع الى محكمة البداية وتقديم شكوى معدلة تقوم على أخطاء قانونية ارتكبتها مجلس
الإدارة في عملية تحديد الترميمات. وعندما قام فريق الادعاء بهدئ بكشف بعض الحقائق
التي تشير بقوة الى ان لجنة الترميمات قد نصرت بفدر فاضح من عدم المبالاة في نصايقها
على زعمة الترميمات المتعارف عليها قررت محكمة البداية إعادة النظر في القضية والسماح
بمبايمنتها والقضية اليوم قد البحث والتداول لدى الهيئات القضائية المختصة وقد رأى
الكثيرون في مجرد قبول المحكمة بمنايعة تلك القضية هدلاً من مواجهتها بالرفض المبدئي
المهود نصراً عظيماً لفريق الادعاء من حملة الاسهم

وعلى الرغم من أن عملية المقاضاة ربما تهدد لعملية اسهم شركة ديسبي جزءاً من
أموالهم المهدورة، إلا أنها في الحقيقة تسلط الضوء على محدود الضيقة لهاشم ندخل

القضاء في المسائل الخلافية المتعلقة بالتمويصات إنما لا يجد في مجريات القضية أي مؤشر حقيقي على استعداد الهيئات القضائية لمراجعة الاستحقاقات المالية المتضمنة في ترتيبات التمويصات، والآنكى من ذلك أن القضية لم تحصل على فرصتها في الاستمرار والتقدم إلا بعصل ظروف هدمية خاصة أكدت صدقية الادعاء بأن أعضاء مجلس الإدارة قد تصرفوا بقدر غير معقول من المبالاة. فقد قام فريق الادعاء من حملة اسهم ديسبي بكشف حقائق تبين أن لجنة التمويصات قد صدقت برنامج التمويصات المتنازع عليه بعد بحث لم يستغرق سوى جزء صغير من اجتماع لم تتجاوز مدته الساعة الواحدة. وأن اللجنة قد اتخذت قرارها بالموافقة على ترتيبات التمويصات تلك دون الحصول سلفاً على أي معلومات ذات صلة بالموضوع أو أي توصيات من جانب خبراء التمويصات. حتى دون الاطلاع على مسودة الاتفاق. ومن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات يمكنها أن تضمن مستقبلاً بكل سهولة عدم تكرار تولف مثل تلك الظروف الخاصة

وهكذا فإن قضية ديسبي تبيح فقط أن الهيئات القضائية قد تبدي استعداداً للاستماع إلى دعوى قضائية ضد أعضاء مجلس الإدارة إذا ما عجز هؤلاء عن إقرار أي مستند ووهي يبين على الأقل حداً أقصى من الجدية وقدرأ أدنى من الدوافع والمشاورة في تعاملهم مع موضوع الخلاف. بمجرد أن تقوم لجنة التمويصات بإقرار ما ثبت أنها قد تلقت بعض المعلومات والمعطيات ذات الصلة بالموضوع وأصحت بعض الوقت في دراسة تلك المعطيات. لم تكن للهيئات القضائية لتبدي أي مؤشر يشير إلى استعدادها للتخلي عن موقفها الثابت (والفهم) الرائب عن تقييد صلاحيات أعضاء مجلس الإدارة في التكيف بوزم التمويصات شكلاً ومضموناً

التصويت على برامج الخيارات

في العام 2003، أجرت هيئة الأوراق والأسواق المالية اس أي سي إجراءات تعديلات على القوانين الناطقة لأسواق الأوراق المالية تقتضي تصويت المساهمين على برامج التمويصات القائمة على خيارات الاسهم. عمدت سوف يتبنى لعموم حملة الاسهم على الأقل نظرياً التأثير في تمويلات المديرين التنفيذيين عبر التصويت على برامج الخيارات.

غير أن حملة الأسهم كانوا يصوتون أصلاً على معظم برامج خيارات الأسهم، حتى قبل أن يكتسب التصويت على برامج الخيارات صفة الملزمة⁸. فقد كان لحملة الاسهم الحق في كثير من الحالات، بموجب قانون الشركات في الولاية المعنية أو بموجب القواعد القانونية لسوق الأوراق المالية المعنية، في التصويت على خطط التمويضات القائمة على حقوق الملكية بالموافقة أو الرضا. وحملة الاسهم في الشركات المسجلة في سوق نيويورك على سبيل المثال كانوا يتمتعون بحق التصويت على جميع برامج الخيارات. كذلك فإن قوانين الشركات في مختلف الولايات تشترط موافقة حملة الاسهم على أي تعديلات يراود إجرائها على ميثاق الشركة واعتماد بعض من خطط الخيارات يقتضي زيادة عدد الأسهم المرحصة في ميثاق الشركة. وأخيراً فإن أسواق الأوراق المالية كان لديها قبل تعديلات 2003، قواعدها القانونية التي تشترط موافقة حملة الاسهم على جميع خطط خيارات الاسهم التي تقتدر إلى بعض التمصيل أو الوضوح

وحتى في الحالات التي لم تكن فيها الشركات ملزمة بطرح خطط الخيارات للتصويت عليها من قبل حملة الاسهم، فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تعمل ذلك طوعاً إن العقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي لا تجبر القطاع التمويضات التي تتجاوز مليون دولار في العام من الالتزامات الصريحية السنوية إلا إذا كانت تلك تمويضات قائمة على أساس الأداء ومن شروط اقرار خطط التمويضات القائمة على أساس الأداء أن تحظى أولاً بموافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن مجالس الإدارة في سعيها إلى الاحتفاظ بعقدها في القطاع تمويضات المديرين من الالتزامات الصريحية المترتبة على الشركة كثيراً ما كانت تسمح لحملة الاسهم بالتصويت على برامج الخيارات حتى في الحالات التي لم يكن التصويت فيها شرطاً ملزماً خصوصاً عليه في قانون الشركات أو في القواعد القانونية المعتمدة في سوق الأوراق المالية. وأخيراً فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تسمى إلى استماع تصديق حملة الاسهم على خطط الخيارات لما في ذلك من حصانة مضاعمة للمجلس في مواجهة أي دعاوى قضائية مبنية في المسائل الائتمانية ذات الصلة باستخدام التمويضات القائمة على خيارات الأسهم⁹

ولسوء الحظ فإن نصويت المسهمين على خطط الحيازات لم يكن يمثل عائقاً حقيقياً في وجه أشكال الانحراف عن مطلق المساومة على معطال الدراع. في حالة المديرين الجدد لم تكن الخطط التي بصوت عليها المسهمون تتضمن عموماً أي تفصيل حول شكل أو مية التوزيعات التي سيتقاضاها مدير بعينه بل كانت تقتصر عموماً عن ذلك على عرض بعض المعاملات التي بمقد الإطّار المسم لا استخدام خيارات الأسهم كالمعد الكلي للخيارات التي يمكن تقديمها ضمن إطار الحطة على سبيل المثال. أي أن حملة الأسهم لم يكن بمقدورهم رفض أو تأييد رزمة أجور مقبلة مقدمة لمدير بعينه.

لا شك في أن حملة الأسهم كانوا قادرين على رفض خطة حيازات مقبلة للتعبير عن احتجاجهم على التوزيعات عبر المناسبة المقدمة للمدير العام. لكن لم يكن بمقدورهم البتة الاعتماد على حق الرفض ذلك في سميتهم التي بحسن أحوالهم. عندما يكون تصديق المسهمين على خطة ما عاملاً حاسماً بالمسبة لمسألة استبقاء المدير في الشركة فإن معارضة المسهمين لتلك الحطة من شأنها أن تقود بالعمل إلى إيقاع الشركة في أزمة إدارية وبالإضافة إلى ذلك فإن فشل المجلس في الحصول على تصديق حملة الأسهم قد يدفع به إلى تقديم توزيعات إضافية بديلة قد تأخذ أشكالاً أقل جدوى وأكثر كلفة بالنسبة لحملة الأسهم. يمكن للمجلس أن يعول ببساطة من خيارات الأسهم إلى برقيات أخرى مشابهة لها لكنها لا تقتضي إصدار سمات مالية فعلية. كحقوق تقدير وزعم قيمة الأسهم على سبيل المثال. هذه الحقوق تضمن للمديرين الحصول مستقبلاً على أجور مقبلة تستند إلى تقدير انهم الشخصية لقيمة أسهم الشركة. وربما يلجأ المجلس إلى بدائل أكثر سوءاً ويعرض على المديرين توزيعات مستقلة تماماً عن حقوق الملكية. من شاكطة خطط المكافآت التقديرية الاستثنائية الصخبة مثلاً وهذا النوع من خطط التوزيعات. كما سوف نوضح في الفصل 10 من الكتاب. كثيراً ما يكون مصولاً عن الأداء إلى حد بعيد.

وعصلاً عن ذلك وفي الحالات التي تكون فيها موافقة حملة الأسهم مطلوبة في المقام الأول من أجل تمكن الشركة من الاستفادة من إمكانية الانقضاء الصريبي. فإن حملة الأسهم سيمس دون كمس يعتمد إيداء بعينه بعينه إذا ما بأدروا إلى رفض خطة الحيازات المقبلة. فقدره مجلس الإدارة على اقرار خطط الخيارات لن تتأثر في هذه الحالة بسمجة النصويت.

وكل ما هنالك أن المسهمين سيكتفون قد فوتوا على شركتهم ببساطة فرصة الاستفادة من الخصم الصريحي. وبالمثل فإن المواد الدعائية التي دأبت الشركات على توزيعها ضمن إطار حملات التصويت في مثل تلك الحالات قد عيبت عموماً بلعت انتباه حملة الأسهم إلى أن مجلس الإدارة قد يهضي قدماً في اعتماد خطط الخيارات المتأرجح عليها دون موافقتهم إذا ما اقتصى الأمر كما أن المستثمرين المؤسساتيين قد بسوا حساباتهم في تلك الحالات بصورة عامة على أن مجلس الإدارة كان جاداً في توظيفه بإقرار خطط الحيازات دون موافقة المسهمين¹⁰ والهجوم وقد باتت موافقة المسهمين شرطاً مبرماً بالنسبة لمعظم خطط الحيازات، فإن الشركات لن يكون بإمكانها الاستمرار في التهديد بإقرار خطط الحيازات دون موافقة المسهمين. غير أن المسهمين سوف يظل لديهم على كل حال ما يشغلهم من الهجوم بشأن احتمال تحول مجلس الإدارة إلى تقديم جوائز ترصية للمديرين عبر عروض التوزيعات النقدية عبر القائمة على حيازات الأسهم التي قد تحمل حملة الأسهم حيازات أكبر ولا سيما إذا ما نظرنا إلى التكلفة المهنية بعد احتساب الصريحية أو إلى التكاليف الإضافية التي تترتب على تقديم حوافز بديلة.

ومن المصد أن نلاحظ هنا أيضاً أن عمليات التصويت الدعائية في الشركات المسهمة العامة تحجب بين طياتها العديد من عوامل الانحياز التي ترفع جميع جبهاتها كمة لمشروعات التي نحظى بدعم الجهاز التنفيذي في الشركة. فبالنظر إلى صعوبة تنظيم أي مبادرة على نحو جماعي يعكس الجرم بأن من غير المجدي بالنسبة لأي من حملة الأسهم أن يعكر في بدل قدر كبير من الجهد والمال في إدارة حملة ضد خطة الحيازات التي يقترحها المجلس وحلهاً لذلك فإن الشركة تمطي بالمقابل مختلف أشكال التكاليف التي تترتب على حملة احتداد الأصول لصالح مشروع المجلس.

وهضلاً عن ذلك فقد كان بإمكان المديرين التمهدين في جميع الأحوال الاعتماد على أصول أخرى لم تقصر يوماً عن الانضمام إلى أصولهم. هناك شركات كثيرة تنفذ ما يصره بخطة تملك الأسهم للمعاملين، والموظف الذي ينفذ إدارة الشركة قِماً على تلك الأسهم، والذي يملك صلاحية التصويت من تلك الأسهم، من المتوقع أن يعمل بوجه عام إلى التصويت لصالح المشروعات المدعومة من قبل الجهاز التنفيذي وبالإضافة إلى ذلك وكما

بات المهوم معروفاً على نطاق واسع، فإن أصوات بعض المستثمرين المؤسسيين كانت بموررها معاصرة بوصف لصالح الجهاز التمهيدي¹¹، فالكثير من المؤسسات الاستثمارية، بما فيها مؤسسات التأسيس والصاديق التعاونية والمصارف وغيرها، كانت مرتبطة بصعقات عمل، أو تأمل بالتحول في صعقات عمل مع الشركة. كإن تتولى إدارة الحسابات التقاعدية للعاملين في الشركة على سبيل المثال، ومن هنا فإن تلك المؤسسات كانت لديها مصلحة واضحة في الحفاظ على علاقات طيبة مع الجهاز التمهيدي في الشركة. وبالفعل فإن الأرقام تؤكد وجود تناسب واضح بين متانة علاقات العمل التي تربط الشركة بالمؤسسات الاستثمارية الحاملة لأسهمها من جهة، وحجم تمويلات المدير العام للشركة من جهة ثانية¹².

بالنظر إلى أن كلاً من المؤسسات المالية الاستثمارية تدرك تماماً أن أصواتها لن يكون لها على الأرجح ذلك الدور الحاسم في تحديد نتيجة التصويت، وأن المكاسب المتوخاة من التصويت لصالح التمويلات الجديدة والمعاينة سوف تتوزع على جميع المؤسسات الاستثمارية الحاملة لأسهم الشركة ولن يبال المؤسسة ذاتها إلا بالبرر اليسير منها. نجد أن من الطبيعي أن تبني المؤسسات المالية الاستثمارية قراراتها بشأن التصويت في المقام الأول على أساس مصالحها الخاصة المتعلقة بصعقات العمل الأخرى التي تربطها بالشركة. وقد حظيت هذه المشكلة باهتمام كبير من قبل الأوساط المعنية في سياق اندماج شركتي إتش بي و كومباك في العام 2002. في تلك القضية ارتفعت أصوات كثيرة تنهم المصروف الألماني بويشيه بملك بأنه قد وقف ما في جديته من الأصوات في دعم ومحاكاة الجهاز التمهيدي وذلك حرصاً منه على حماية الصعقات الكبيرة التي تربطه بالشركة¹³. ولما كانت مسألة تمويلات المديرين لها مكانتها الخاصة في قلب الجهاز التمهيدي، والتصويت ضد خطط التمويلات التي يقترحها المجلس لن يقدم في أحسن الأحوال إلا هوائت معدودة لحملة الأسهم بمن فيهم المستثمرون المؤسسيون. فإن من غير المتوقع أن تمعد إحدى المؤسسات الاستثمارية إلى التصويت ضد خطط حيازة الأسهم التي تحظى بدعم الجهاز التمهيدي في الشركة.

لعلنا العام 2003 كل بإمكان المديرين الاعتماد أيضاً على تأييد وسطاء السوق لمشروعاتهم في عمليات التصويت على نوع معين من خطط الحيازات - ونحدد أ الحطاط التي لا تتبمس أكثر من 9 بالمئة من أسهم الشركة المطروحة للتداول في السوق¹⁴. كانت

قوانين أسواق الأوراق المالية تجبر الوسطاء (السماسرة) التصويت عن أسهم ربائهم فيما يخص ذلك النوع من خطط الحيازات وغيرها من المقترحات «الروتينية» المقدمة من قبل الجهاز التنفيذي. شريطة ألا يتعارض تصويت الوسيط مع توجيهات الربائي أن كان هؤلاء قد أعطوا توجيهات محددة بشأن التصويت. وقد كانت النتيجة أن الوسطاء قد استأثروا عادة بأصوات 10 - 15 بالمئة من الأسهم المتداولة وأن أصواتهم قد دُعيت على نحو كلي تقريباً إلى مساعدة مشروعات الجهاز التنفيذي¹⁵ وقد خلص باحثان صمد بدراسة مسألة تصويت الوسطاء إلى تقديرات تفيد بأن الوسطاء قد كان لهم الصوت المرجح في نحو 12 بالمئة من عمليات التصويت على المشروعات الروتينية المتعلقة بخطط حيازات الأسهم¹⁶ في العام 2003. أقرت هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي تهيئات في القواعد الناظمة لمسألة تصويت الوسطاء من شأنها حظر تصويت الوسطاء فعلياً في جميع أسواق الأوراق المالية الرئيسية في مختلف القضايا ذات الصلة بخطط التحويلات القائمة على حقوق الملكية¹⁷ وهكذا فإن المديرين سيظل بمقدورهم في المستقبل الاعتماد على أصوات المصوتين على برامج تعليق الأسهم للعاملين وكذلك أيضاً على أصوات المستثمرين المؤسساتيين، في دعم وتأييد مشروعاتهم بشأن خطط حيازات الأسهم لكنهم سوف يخسرون أصوات الوسطاء.

وفي تعامل سام مع ما تقدم من تحليل نجد أن خطط لحيازات التي فشلت في الحصول على موافقة حملة الأسهم لا تتجاوز 1 بالمئة من مجمل خطط الحيازات التي طرحت للتصويت عبر تاريخ الشركات المسهمة العامة¹⁸ ومن هذا فإن تصويت حملة الأسهم على خطط الحيازات لم يعرض على ترتيبات التحويلات إلا شكلاً ضئيلاً من أشكال التقييد وعلى الرغم من الشروط الجديدة فالمحسوس عليها في التعديلات التي اعتمدها أسواق الأوراق المالية أحيراً من شأنها أن تمرر ذلك التقييد إلى حد ما. فإن تصويت المساهمين سوف يرمى على الأرجح أصعب كلاً من أن يقوى على الوقوف في وجه ظواهر الانحراف بعيداً عن الترتيبات المتوقعة بلوغها في مساومات قائمة على مطالب الدراع.

التصويت على قرارات التوصية

بالإضافة إلى حقهم في التصويت على بعض خطط الحيازات يتمتع حملة الأسهم أيضاً بحق إطلاق المبادرات لصناعة قرارات «التوصية» بشأن مختلف القضايا التي تهم مصلحة

الشركة وطرحها للتصويت عليها من قبل عموم المساهمين. (يطلق على هذه القرارات اسم قرارات التوجيه لأنها ليست ملزمة لمجالس الإدارة حتى لو حظيت بتأييد غالبية أصوات حملة الأسهم) وقد مكرر قسم كبير من تلك القرارات حول مسألة منح صلاحيات المديرين. مبنى دراسة قامت بها شركة جوردن وشركاه المتخصصة بتنظيم حملات اجتذاب الأصوات في المناقصات التنافسية وعمليات التصويت أن 40 بالمئة من أصل 427 قراراً من قرارات التوجيه المتعلقة بحوكمة الشركات، التي أنشئت جميعها عن مبادرات حملة الأسهم وطُرحت للتصويت في العام 2003 قد عُميت بمعالجة مسائل متعلقة بالتوصيات¹⁹

حتى مدة ليست بالبعيدة كان معظم قرارات التوجيه المتعلقة بتوصيات المديرين من صنف بعض النشاط الاجتماعي أو النعائبي. وقد دعا جزء كبير من تلك القرارات إلى اتخاذ تدابير حادة عميقة من شائكة تحديد صفوف معقصة لأجور المديرين أو إلغاء العمل بقرارات الأسهم. وبالنظر إلى أن ذلك النوع من التدابير الحادة لم يلق أي استحسان لدى المستثمرين المؤسسيين، فإن من غير المستغرب أن قرارات التوجيه المتعلقة بتوصيات المديرين لم تحظ عموماً إلا بقدر قليل من الدعم²⁰. عبر أن السنوات الأخيرة قد شهدت أعداداً متزايدة من قرارات التوجيه التي تطالب بتغييرات ثلاثية توجّهات المستثمرين المؤسسيين. كما صرح أحساب قرارات الأسهم في المراجعة على سبيل المثال. وقد حظيت تلك المقترحات بقدر لا بأس به من الدعم²¹

لقد نجحت قرارات حملة الأسهم المتعلقة بتوصيات المديرين حتى في الحالات التي فشلت فيها في اجتذاب غالبية الأصوات. في الصنف على مجالس الإدارة عبر توجيه أنظار المساهمين والأوساط المعنية إلى مواقع العمل في مسألة أجور المديرين. ولا شك في أن توصيات حملة الأسهم تلك تسهم على نحو حدي في تمرير أثر مدافع تجنب السطح الذي من شأنه أن يحد من ضواهر الابتعاد عن ترهيبات التوصيات الجديدة المنسجمة مع مبدأ التعاقد على مطلق الدراع. والقرارات التي حظيت بتأييد الغالبية العظمى من حملة الأسهم كانت بطبيعة الحال الأكثر فاعلية في الضغط على مجالس الإدارة

غير أن التصويت على مثل تلك القرارات، وكذلك أيضاً على خطط الحيازات، لا يمكن أن يشكل عائقاً حقيقياً يمنع مجالس الإدارة من الانحراف بعيداً عن مطلق التعاقد على

مطال الدراع، والمشكلة الأساسية تكمن في أن تلك القرارات لن تستطیع أن تفرض إلا تقييداً مطلقاً فقط على صلاحيات المجلس علماً أنها تجعل صفة التوصيات غير الملزمة. وفي الحقيقة فإن مجالس الإدارة لا تعمل على العموم إلى الأخذ بقرارات التوصية حتى لو حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم²² ومن المؤكد أن توصيات حملة الأسهم لن تفلح في تشكيل تقييد فعلي لحرية المجلس إلا إذا أعطيت حملة الأسهم صلاحية فينص القرارات الملزمة للمجلس الأمر الذي يجسد واحداً من الإصلاحات الضرورية التي يدعو إليها في المصل 16 من هذا الكتاب.

4) حدود قوى السوق

القوى والدوافع الحاضرة بملبسة الحال في الأسواق الحالية تدفع بالمديرين إلى التصرف على نحو يخدم مصالح حملة الأسهم.

نقاسي (والاستلا السابق في كلية الحقوق في

جامعة شيكاغو) فرانك إيستبروك 1984

وأما فيما تقدم أن مجالس الإدارة هم لكي نلصقهم بمديرين على مطالعها وإن حملة الأسهم يمتدرون إلى السلطة اللارمة لدفع مجالس الإدارة إلى تبني الترتيبات القائمة على مطالع الدراع. وسيبحث الآن فيما إذا كان بمقدور قوى السوق أن تعارض على الشركات انصطط اللارم لإزعاجها على اتباع سياسات تقود إلى نهاية المطاف إلى الترتيبات داتها المرجوة من سياسة مطالع الدراع ونواقع أن وحدة من المدارس الفكرية المهمة تصير على التمسك بالعرضية التي تقول إن قوى السوق - سوق الكوادر الإدارية ويورصة حكم الشركات - وسوق رأس المال - وسوق المنتجات - تعمل على نحو فعال على تحقيق التناغم بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم. تقرون رؤية مدرسة شيكاغو هذه بأعمال سائدة كبار في القانون مثل فرانك إيستبروك و دانييل فيشل و جبره كبار في الاقتصاد عالمي مثل بوجين فاما¹ إننا نتفق مع هذه الرؤية في أن قوى السوق من شأنها أن تفرس جهوداً معينة على تمويلات المديرين. لكننا نعتقد أن تلك القيود بعيدة كل البعد عن الدرجة المطلوبة من الشدة والحرم الكثيلة تبع ترتيبات التمويلات من الانحراف كثيراً عن سرهيات المرجوة من التعاقد على مطالع الدراع

في عمل سابق كان أحد مؤلفي الكتاب قد بين أن قوى السوق قادرة بالفعل على تصويب الاحطاء الإدارية فيما يخص بعضاً من قرارات الجهاز التنفيذي، ولكن ليس جميع تلك

القرارات وعلى وجه الخصوص فإن أرباح السوق لا تقوى على دفع المديرين من استثمار
القر من القيام بأعمال تطوي على إعادة توزيع وأصحة، لوارد الشركة - أعمال تقدم
للمديرين فوائد لا تقل قيمتها كثيراً عن قيمة الحسائر التي تلحقها بعملية الأسهم² في
حالات كذلك يمكن القول إن الفائدة التي يجنيها المدير من أعمال إعادة التوزيع تقوى على
المالبس بوصف المضربة التي تفرصها عليه قوى السوق من جراء ما تسبب به من تراجع في
قيمة أسهم الشركة. يجسد انشراح التوزيعات المرتفعة مثلاً أولها من أمثلة عمليات إعادة
التوزيع الفعلية. تتم المكاسب التي يحصل عليها المدير هنا بأنها مكاسب مباشرة وقد
تبلغ حداً كبيراً من الصحامة. ومن هنا فإن ترتيبات التوزيعات التي تطوي على محاسبة
وأصحة للمديرين تجسد ذلك النوع من الأخطاء الذي يصعب على قوى السوق تصويبه
وسنلاحظ فيما يلي كلاً من قوى السوق وبوصح لماذا لا يتوقع لها أن تفر من جهوداً صارمة
على أجور المديرين.

سوق عمل المديرين

يتأثر سلوك الموظف عادة - كبار المديرين مع في نهاية الأمر أيضاً موظفون - بسوق
العمل. وأداء الموظف الجيد قد يكافئ بالترقية ضمن صفوف الشركة أو بمرس أكثر جاذبية
للانتماء بشركة أخرى. أما الأداء السيئ فقد يتردد إلى الإقالة

ولكن في حالة المدير العام فإن الترقية الداخلية ضمن حدود الشركة التي يرأسها أمر
غير ممكن. هناك يوماً فُرصة للحصول على ترقية خارجية - عبر الحصول على موقع
الرئاسة في شركة أصخم أو أكثر شهرة - غير أن الواقع يؤكد أن منصب المدير العام غالباً
ما يتم شطه من داخل صفوف الكوادر العاملة في الشركة³ والمالبية العظمى من المديرين
العامين لا يتوزعون منصب المدير العام عبر سيرتهم المهنية إلا في شركة واحدة فقط⁴

وفي جميع الأحوال فإن اختلال الترقية الخارجية يتلفق بالمستوى الكلي لأداء المدير
العام وليس برزمة الاجور التي يحصل عليها وإمكانية الحصول على عقد أفضل في شركة
أخرى من غير المتوقع أن تمنع المدير العام من السعي إلى انشراح اجور أكثر ارتفاعاً وأقل
حساسية للأداء، على الأقل طالما أن رزمة الاجور لا تتجاوز بوصف هامش ما هو مأثوف

ومقبول. وبالمثل فإن الأجور الابتدائية التي يحصل عليها المديرون لدى انتقالهم الى شركة جديدة يبدى ارتباطاً قوياً مع قيمة الخيارات غير المستحقة والأسهم المقيدة التي يحتفظونها وراهم⁵ ووافق الوصول الى مباحث أكثر أهمية في شركات أخرى. إن كان لها أن تؤثر في دوافع المديرين للاستثمار بترتيبات أجور سخية تطوي على قدر كبير من المحاباة فهي بلا شك تقوي تلك الدوافع أكثر مما تصممها

كذلك فإن الحواف من الإقالة لا تقوى على الحد من سعي المديرين العامين الى الاستئثار بربحيات أجور تحمل أكبر قدر ممكن من المحاباة. حوادث إقالة المديرين العامين مادرة جداً وحظر الإقالة يتوقف بالدرجة الأولى على المستوى العام لاداء الشركة وليس على طبيعة رزمة الاجور التي يسعى المدير الى الحصول عليها

وأخيراً فإن هناك عاملاً آخر من العوامل المهمة على صعيد سوق العمل يعتقد بأنه قادر على أن يشقي المديرين عن القيام بأي عمل من شأنه أن يسبب هبوطاً في قيمة رأس المال المسهم. وهذا العامل هو تعويضات المدير بعد داتها لأي انخفاض في قيمة رأس المال المسهم يعني بطبيعة الحال انخفاضاً في قيمة الأسهم والخيارات المقدمة للمدير كجزء من تعويضاته لا شك أن التعويضات القائمة على حقوق الملكية قد تشي المديرين فعلاً عن اتخاذ بعض الخطوات التي تحمل لهم مكاسب شخصية صغيرة بالمقارنة مع ما يحمله من خسائر للشركة عبر أن المكاسب المباشرة التي يجنيها المديرون من زيادة أجورهم قد تكون أكبر كثيراً من الخسائر التي قد تترتب على انخفاض قيمة ما يمتلكونه من الأسهم والخيارات

بين الدراسات أن الأسهم والخيارات التي يمتلكها المدير العام وسطياً تقود إلى زيادة ثروة هذا الأخير بسبب تقارب الواحد بالمئة من أي زيادة نظراً على القيمة السوقية لأسهم حقوق ملكية الشركة⁶ لتأخذ مثلاً مديراً عاماً في شركة متوسطة يملك في امر المطالبة بتعويضات إصلها يقدم له 10 ملايين \$ ويكلف الشركة بالمقابل بنظر أخصاف الحوافز المتضمنة في الترتيب تناظراً لذلك التعويض، هبوطاً في قيمة رأس المال المسهم بمقدار 100 مليون \$ أي ترتب التعويض الإصلا سوب يقدم للمدير والحالة هذه 10 ملايين \$ إضافية مقابل خفض قيمة ما يملكه المدير من الأسهم والخيارات بمقدار 1 مليون \$ أي إنه يصع بين يدي المدير

ربحاً صافياً مقداره 9 ملايين 5 وكما يتضح من هذا المثال فإن رصيد المديرين من الأسهم والحوارات ليس كافياً لتشي هؤلاء عن السعي دوماً وراء الترتيبات التي تقدم تعويضات أكثر ارتفاعاً وأقل جدوى - نظراً لضعف الترابط بين الأجر والاداء.

بورصة حكم الشركات

كثيراً ما يجري تصوير بورصة حكم الشركات على أنها تمثل آلية مهمة للتقريب بين مصالح المديرين ومصالح حملة الأسهم² نظرياً يمكن القول إن الشركة التي يعاني سمر أسهمها بمصر الهبوط تصبح بطبيعة الحال أكثر عرضة لمحاولات الاستيلاء العدوانية التي قد تقود إلى تغيير المدير العام وطاقتهم مجلس الإدارة بأكمله. أو قد يتم من أصحاب المناصب بدلاً من ذلك لخطر الاستبدال عبر المناقصات الانتخابية والحواف من الاستيلاء العدواني أو التعديلات الانتخابية كما يقول أصحاب تلك الحجة لا بد أن يضطر المديرين وأعضاء مجالس الإدارة إلى إيداع ترتيبات أجور تضمن تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

عبر أن الخوف من تعديلات الصراع على مقاليد الشركة لم يكن يوماً مرجحاً لتقي المديرين عن السعي إلى الحصول على تعويضات أكثر ارتفاعاً. وذلك لأن القوانين وترتيبات التعاقب قد حرصت دوماً على تزويد أصحاب المناصب بشد كبير من الحصانة ضد أخطار الإقالة أو الاستبدال وكما ذكرنا سابقاً فإن التعديلات الخارجية عبر المناقصات الانتخابية نافذة إلى أبعد الحدود. أما محاولات الشراء العدوانية فقد كانت أكثر حضوراً بيد أنها قد واجهت على الدوام دفاعات مضادة بالغة القوة

وقد تجسدت وسيلة الدفاع الأكثر أهمية وفاعلية في البنية المراحلطة لمجلس الإدارة التي تمثل بعد داتها ترتيباً كنهياً لجميع الشاري الدخول من فرض سيطرته على نحو فعلي قبل مضي عام على الأقل على عملية الشراء. وتبعاً لدراسة قام بها جون كوتس و عوفاً سيراماسين بالتعاون مع واحد من مؤلفي الكتاب فإن البنية المراحلطة تمثل البنية المتعددة لمجلس الإدارة في غالبية الشركات المسهمة العامة ومجالس الإدارة ذات البنية المراحلطة تعكس المديرين أصحاب المناصب في الكثير من الحالات من انشغال محاولات الشراء الخارجية التي تعطي عادة باستعجال حملة الأسهم³ تبين الدراسة أن نسبة الشركات

التي تلقت عروض استئلاء عدوانية أقصاه النصف الثاني من تسعينات القرن العاشر لا تتجاوز ١ بالمائة فقط من عموم الشركات المسهمة العامة. وهضلاً عن ذلك فإن معظم الشركات التي تلقت عروض استئلاء عدوانية قد تمكنت من الحفاظ على استقلالها، أو قبلت في نهاية المطاف واحداً من عروض الضم التصديقة البديلة. وقد كان على الشاري المصاى، إذا ما أراد التخلل على المقاومة الشرسة التي يديرها اصحاب المناصب أن يقدم علاوة وسطية بمقدار 40 بالمائة. وهكذا فإن بورصة حكم الشركات قد صممت للمدبرين في حقيقة الأمر قدراً كبيراً من السيادة.

وهضلاً عن ذلك فإن اصحاب المناصب المقابلين في عملية الاستئلاء العدواني الناجمة التي تمثل واقعة بادرة الحدوث لا يمدرون الشركة بأيذ خافية. عملية الاستئلاء، المفاجعة، كما سوف يوضح في الفصل 7 كثيراً ما تسمى هبوطاً ذهيباً سخياً وأصاً ومكاسب أخرى عديدة لمديرين الشركة القادريين⁹ وقد أسهم ذلك الهبوط الطفيف، والذي يصرّف باسم «الظلة الذهبية»، بدوره أيضاً في اصحاب قوة الضغط والتأديب المتوحدة من محاولات الاستئلاء.

وهضلاً عن ذلك، وحتى إذا سلمنا بأن عمليات الاستئلاء تمثل احتمالاً واحداً وباعظ التكاليف فإن المكاسب التي يجنيها المدبر العام من ترتيبات الاحور المعايية من شأنها أن تتجاوز بسهولة أي تكاليف قد تترتب على زيادة احتمال تحديات الصراع على مقانيد الشركة الناجمة عن تلك الترتيبات. لمظهر مثلاً في محاولة يطمح عبرها المدبرون في شركة تبس ثروتها 10 مليارات \$ إلى تحقيق زيادة في تمويضاتهم الحالية بمقدار 100 مليون \$ ولمعترض أن هذه الزيادة سوف تؤثر سلماً على الحوافز وتؤدي بذلك إلى تراجع اجمالي في ثروة الشركة مقداره 250 مليون \$ عن الواضح في هذا المثال أن العائدة المباشرة التي يطمح إليها المدبرون من زيادة اجمالي تمويضاتهم بمقدار 100 مليون \$ ستكون عائدة كبيرة جداً وحلاها لذلك فإن زيادة خطر الاستئلاء الخارجي من جراء تراجع ثروة الشركة بمقدار 25 بالمائة ستكون على العالاب محدودة جداً. وفي الواقع فقد كشفت دراسة قام بها أب اعراوال و دالف ووكس النقاب عن أن الشركات التي يحصل مدبروها على اجور مفرطة بالمقارنة مع مظهر انهم في شركات القطاع الأخرى تبست بالضرورة أكثر عروسة لحظر عمليات الاستئلاء.¹⁰

من المؤكد أن بورصة حكم الشركات من شأنها أن تقرر من نوعاً من التكاليف على المديرين إذا ما اقتصح أمر رزم أجورهم على أنها صارة جدياً بمصالح حملة الاسهم. فمرد نقطة معينة قد يبلغ حملة الاسهم حداً كافياً من الضغط والاستياء يدفعهم إلى تأييد بعض المناهضين الخارجيين في الصراع على مقابله إدارة الشركة. وفي الواقع وكما سوف نتناقل في الفصل 6 فإن المديرين المعاصرين في الشركات الأقل معة في وجه معالولات الاستيلاء يحصلون على رزم تمويلات أصغر وأكثر حساسية للاداء بالمصارفة مع رزم التمويلات التي يحصل عليها نظراً لاهم في الشركات الأكثر معة. ومن هنا فإن خطر الاستيلاء قد كان له بالفعل بعض الأثر في تمويلات المديرين. عبر أن المقطع الأهم هي أن بورصة حكم الشركات في حالتها الرسمية ليست قادرة على حرر من هيود حقيقية على تمويلات المديرين. وهي تسمح بكل بساطة بالانحراف بعيداً عن منطق التعاقد على مطال الدراع.

بورصة رأس المال الإضافية

هناك منبع آخر من منابع الالتزام يتجسد في حقيقة أن الشركة قد تحتاج يوماً إلى خلق رأس مال إضافي عن طريق بورصة حقوق الملكية. إذ إن التنبصر في احتمال لجوء الشركة يوماً إلى بيع اسهم اضافية للموم من شأنه أن يدفع بمجالس الإدارة والمديرين التمهدين إلى اعتقاد سياسة ضبط النفس وتبني ترتيبات اجور لا تبتعد كثيراً عن تلك التي متوحاها من التعاقد على مطال الدراع. عبر أن الواقع يقول إن الشركات لا تلجأ إلى بورصة حقوق الملكية لخلق رأس مال إضافي إلا نادراً جداً. فالمصدر الرئيس لرأس المال في الشركات المسهمة العامة يتجسد في الإبرادات المعتجرة. وفي المرتبة الثانية تأتي الاستدانة. أما حقوق الملكية فتأتي ثالثاً ويمارق كبير عن المصدرين السابقين¹¹

وحسب إذا سلمنا جدلاً بوجود حالات تكون فيها بورصة حقوق الملكية وسيلة التمويل الوحيدة الممكنة. فإن عيوب التعاقد على مطال الدراع فيما يخص تمويلات المديرين لن يعد من قدرة الشركة على ولوج بورصة الملكية والإفادة منها كوسيلة لخلق رأس المال. إن تمويلات المديرين المزملة لا تلبي حقوق الملكية كوسيلة للتمويل. وإنما مرفع فقط. نكلمة استخدامها مرميات التمويلات عبر المجدية تؤثر سلباً في قيمة رأس مال الشركة. وبمضى بذلك الثمن

الذي يدفعه المستثمرون لقاء الأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة في البورصة وهكذا فإن الشركة سوف تضطر الى اصدار مزيد من الأسهم لتأمين رأس المال الإضافي المطلوب. لكنها لن تضطر فرصة الإعادة من بورصة الملكية كوسيلة للحصول على تمويل أصلي.

لا شدد في ان اصدار أسهم جديدة بسعر منخفض سوف يضر بقيمة ممتلكات جميع حملة الأسهم لحائزين من فيهم المديرون انهم لكن المديرين كما ذكرنا سابقاً، لا يمكنهم الا جزءاً صغيراً من أسهم الشركة، وهم بذلك لن يتحملوا الا قدرأ صغيراً من الحاسائر المترتبة على انخفاض قيمة الأسهم الأصلية وعلى الغالب فإن الحسارة التي قد يتحملها المديرون في حالة كهذه ستظل أصغر جداً من أن تمثل رادعاً حقيقياً قادراً على تهيبهم عن السعي وراء المكاسب المباشرة التي تصنعها لهم ترتيبات التوزيعات المعايية¹²

سوق المنتجات

دعونا نبحث احسراً فيما اذا كان التنافس في سوق بيع المنتجات يمرضى بالعمل قيوداً حقيقية على توزيعات المديرين. فالاجور المرحلة وكذلك أيضاً مظاهر المراهي الإداري من شأنها، بحسب رعم أصحاب هذه الحجة أن تصعب من القدرة التنافسية للشركة في سوق قائمة على التنافس بين طيوف المسجات. ومظاهر عدم الكفاية تلك من شأنها ان تقود الى تقليص الارباح، وانكماش حجم الاعمال وقد تنتهي الى المجر والمثل¹³

وبه الحقيقة فإن عملية إعادة توزيع الثروات التي تتجسد في تمويل ارباح الشركة من أرصدة حملة الأسهم الى جيوب المديرين قد لا يكون لها أي تأثير واضح في الصالحات المسؤولة عن خلق تلك الارباح. إن انتقال الارباح الى جيوب المديرين قد لا يبرز شيئاً في تكلفة الإنتاج أو في جودة المنتجات. وهو من ثم قد لا يؤثر على الإطلاق في القدرة التنافسية للشركة في سوق المنتجات. إن ترتيبات توزيعات المديرين تستطيع فضلاً عن تأثير سلبي في فاعلية أداء الشركة بقدر ما يسمى لتلك الترتيبات ان تصرف قرارات المديرين في فضائها العمل عن مسارها الصحيح عبر أن اسواق المنتجات بدورها لا يمكن عدّها في الأحوال العادية اسواقاً تنافسية على نحو تام. ان الشركات الكبيرة غالباً ما تطرح منتجاتها في أسواق يطمح عليها طابع المنافسة الاحتكارية المردية أو شبه الفردية¹⁴ وما تتمتع به تلك الشركات من طافات

تفاضلية يجعلها قادرة على تحقيق أرباح كبيرة تعطىها بدورها مبرداً من المرونة التفاضلية وهكذا ولا مثل تلك الاسواق فإن من غير المتوقع أن تشكل ترتيبات أجور المديرين مهما بلغت من الانحياز تهديداً حقيقياً لقدرات الشركة التفاضلية أو لقدرتها على تثبيت أقدامها في السوق.

حتى لو فرضنا حداً بأن ترتيبات الأجور المتعاوضة قد تحدث ضرراً بالغا في أداء الشركة فإن ما يجمع عن ذلك من إردساق في احتمال المثل لن يقوى في أي حال من الاحوال على تنقي المديرين عن السعي إلى العوز بتلك الترتيبات. فالفائدة المباشرة التي يجنيها المديرين من ارتفاع تمويضاتهم كبيرة ومضمونة. أما أثر التمويضات المصروفة في زيادة احتمال المعجر والفشل فهو عادة صغير ومحدود. وفضلاً عن ذلك فإن ما يتقاضاه المديرين المقادرون - بمن فيهم أولئك الذين كلن أدائهم يادي التماسه - ضمن رزمة مع السلامة الذهبية - يؤمن لهم عادة ببطانة واقية تحميهم من آثار فشلهم.

لننظر من أن المدير العام في أحد البنوك يبيع برزمة تمويضات مصروفة وغير مجدبة من حيث إنها تخلق لديه دوافع للإبقاء على بعض المعاملات المالية غير الربحية لا شك أن عوائد حقوق الملكية سوف تتراجع وقيمة رأس المال المسهم سوف تتأثر سلباً لكن من غير المتوقع أن يصل الأمر بالبنك إلى حد المعجر والإفلاس. وحتى إذا بلغ الوضع حداً بعيداً من الخطورة، وبات البنك مضطراً إلى البحث عن بشتريه، فإن عملية الشراء قد لا تتم إلا بعد انقضاء ولاية المدير العام وانتقاله إلى التقاعد وإذا ما حدث أن أبرمت عملية الشراء قبل ذلك فإن المدير العام الذي قاد البنك إلى حافة الهاوية قد يجني من العملية أرباحاً مجزية - بعض النظر كلها عن أدائه الضعيف الذي ألحق الضرر بالبنك - وذلك بفضل السهاسة الرائجة التي تقتضي بمكافأة المدير المقادير عند أبرام صفقة الشراء.

المحصلة الكلية لقوى السوق

إن من غير المتوقع أن تفلح قوى السوق المختلفة. حتى مجتمعة. في فرض قيود صارمة على تمويضات المديرين. ربما تفرص تلك القوى نوعاً من القيود. وقد تنقي المديرين فعلاً عن التطرف في الابتعاد عن ترتيبات التعاضد القائمة على مبدأ مطال الدراع. لكن تلك

القوى في مجملها تسمح بكل بساطة بهامش واسع للانعراف على نحو كبير عن الترتيبات التي تحمل طابع مطلق الدراع.

إن استنتاجاً أن قوى السوق لا تعرض جهوداً حقيقية على تمويضات المديرين يعطي نتائج الكثر من الدراسات التجريبية التي سوف تأتي إلى صافشة المدير معها في الفصل 6 من الكتاب، تفسر تلك الدراسات بامتنكشاف مدى تأثير العوامل المستقلة عن السوق - بما فيها سلطة المدير العام إزاء مجلس الإدارة وحملة اسهم الشركة والاطراف المرشحة لقيادة الشركة - في محور ومكاسب المدير العام لشهر الدلائل إلى أن تلك العوامل تلعب دوراً مهماً في تحديد تمويضات المدير العام وحقيقة أهمية ذلك الدور تفسر فيما تسميه أن عوامل السوق لا تتمتع بالقوة الكافية لإملاء وضع معين أو ترتيبات معينة

الجزء
الثاني

⋮

السلطة

والأجر

5 وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

الوضع الذي تفسر الأمور في اتجاهه ليس فيه من يمثل المساهمين، وكأننا أمام مفارقات عمل أحد طرفيها غير مهني بمجرباتها على الإطلاق.
مدير عام إحدى شركات كهربى 500، 2001

ربما فيها تقدم من فصول الكتاب أن نموذج التعاقد على مطال الدراع لا يمول على تقديم تفسير ممتع لتمويضات المديرين لا بد أن من النظر أيضاً في الدور الذي تلعبه سلطة المديرين. يتعرف في هذا الفصل بعض الأفكار والمفاهيم الرئيسية التي تقوم عليها وجهة النظر البديلة التي تشير إليها فيما يلي بوجهة نظر سلطة المديرين. أفكار ومفاهيم سرعان ما ستصبح أهميتها فيما يخص محاولة استكشاف وفهم نصارى تمويضات المديرين

سوف ننظر قبل كل شيء في طبيعة العلاقة بين سلطة المديرين من جهة وما يحصلون عليه من مكاسب مجانية من جهة أخرى. معروف أن المديرين يحاولون استغلال سلطاتهم كي يضمنوا لأنفسهم مبرداً من المكاسب المجانية أي مكاسب إضافية خارج إطار المكاسب التي كانوا سيحصلون بها في مساومة على مطال الدراع. نظراً لأن المديرين وعضاء مجلس الإدارة قد يصلحون إلى تحمل عقوبات السوق أو بعض العقوبات الاجتماعية إذا ما نبوا ترهيبات حور قاصحة يمكن القول أن عواقب «المسحط» وقوى السوق من شأنها أن تصع نوعاً من الحدود لاشكال ودرجات الانحراف عن معضات التعاقد على مطال الدراع وتنادياً للمسحط وتبعاته المحتملة يسمى مهندسو التمويضات إلى إخماء وتستير حجم وشكل الأجور التي تصرف للمديرين والباسها عطاء قانونياً وبعبارة أخرى فإنهم يعملون على «تمويه» أجور المديرين وبعد أن نمرغ من استعراض جوانب سيماريو سلطة المديرين سوف نحتم هذا الفصل بمناقشة بعض وجهات النظر البديلة أي التي تقدم تفسيرات بديلة

لظاهرة انحراف تمويزات المديرين عن التمويزات التي ينضوي بها التعاقد على مطالع الدراع.

السلطة والمكاسب المجانية

نبدأ وجهة النظر التحليلية التي تركز على سلطة المديرين مشوارها شأنها في ذلك شأن سافيتها التي تترص التعاقد على مطالع الدراع. من تلمس مشكلة التوكيل المتجددة في صلب العلاقة بين المديرين وحملة الأسهم. غير أن سيماريو سلطة المديرين لا ينظر الى تمويزات المديرين من حيث المبدأ على أنها مفتاح حل مشكلة التوكيل تلكد، بل أنه على العكس من ذلك تماماً يرى أن ممثلة تهدد الأجور تمثل بعدد ذاتها جانباً أساسياً من جوابب المشكلة. وحلهاً لسيماريو التعاقد على مطالع الدراع فإن سيماريو سلطة المديرين لا يفترض أن مجلس الإدارة لدى التفاوض بشأن ترتيبات أجور المديرين. يصعب نصب عينيه في المقام الأول والأخير مصالح حملة الأسهم ولا شيء سولها.

في تحليلنا على مدى الفصول السابقة تمكنا من تشخيص العديد من العوامل التي تعطي المديرين التمهيدي قدرأ كبيراً من السلطة والنموذ إراء مجالس الإدارة الأمر الذي يعطي المديرين بدوره القدرة على إدارة أحوارهم بأنفسهم ومن المتوقع أن يبعد المديرين بطبيعة الحال إلى توظيف سلطتهم ويفودهم في معاملة القصور بتمويصات تقدم لهم مكاسب أكبر من تلك التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد قائم على مبدأ مطالع الدراع. وبعبارة أخرى فإن سلطة المديرين تعكسهم من استغلال المكاسب المجانية

يستخدم الاقتصاديون موماً مصطلح المكاسب المجانية للتعبير عن العوائد الإضافية التي تدخل إلى حرائن الشركات أو إلى جيوب الأفراد بحكم المزايا المتعلقة بالموقع لا بالأداء. بينما يستخدم هذا المصطلح ذاته في إشارة إلى القيمة الإضافية التي يجنيها المديرين خارج إطار استحقاقاتهم التي كانوا سيحصلون عليها في تعاقد على مطالع الدراع مع مجلس إدارة يمس إلى تنظيم قيمة رأس المال المسهم من جهة ويملك ما يلزم من الوقت والمعلومات من جهة أخرى.

من المهم أن نوضح أن سلطة المديرين التي يركز عليها هنا تختلف جذرياً عن كل أشكال القوة التفاوضية التي قد يتمتع بها المديرون في تفاوض قائم على مطالب الدراع بمحصل قدراتهم وحصانصهم الشخصية وعلى سبيل المثال فإن مديراً ما قد يتمتع بقوة تفاوضية كبيرة في مواجهة ممثلي الشركة لأنه قد احصر معه إلى طائفة التفاوض جملة متكاملة وهريدة من المهارات الإدارية إن القوة التفاوضية التي يستند عليها المدير من تلك المهارات الثمينة سوف تمكنه من الحصول على اأحور أعلى حتى لو كان للشركة مآلئ وحيد يدير التفاوض على تمويضات المدير بنفسه وبصورة مشابهة فإن هذا النوع من القوة التفاوضية من شأنه أن يدعم موقع المدير أيضاً في مفاوضات مع مجلس إدارة لا يهجم الا حماية مصالح حملة الاسهم. وهكذا فإن امتلاك المدير قوة تفاوضية من هذا النوع وميله إلى استثمار تلك القوة لا يتعارض مطلقاً مع منطق التفاوض على مطالب الدراع وخلافاً لذلك فإن ما يركز عليه هنا هو القوة التي يستند عليها المديرون من سلطتهم على اأعضاء مجالس الإدارة التي يمكنهم من الحصول على مكاسب تتجاوز بوصوح حدود ما كانوا يحصلون عليه في مفاوضات قائمة على مطالب الدراع تبعاً لموقفهم التفاوضي. والذي يستمدونه من مهاراتهم على اختلافها بالمقارنة مع الموقع التفاوضي لممثلي الشركة

والمكاسب التي يستولي عليها المديرون بقوة السلطة قد تأخذ اشكالاً عديدة معتمدة لا شك أن المديرين شأنهم في ذلك شأن غالبية البشر يمشون عموماً بامتلاك الثريد من المال وليس العكس. وهكذا فإن علينا أن نتوقع منهم أنهم لن يتورعوا عن استخدام سلطتهم ونموذهم للحصول على أأجور أعلى من تلك التي كانوا يحصلون عليها بموجب تعاقد قائم على مطالب الدراع غير أن من المهم أن نستوضح أيضاً أن ترتيبات التوزيعات قد تخايي المديرين بطرائق أخرى. من أجل قدر معين من التوزيعات يحصل المديرون بطبيعة الحال تقلص حجم المخاطرة قدر الإمكان. وكذلك أيضاً حرص شدة صغط الأداء المرتبط بمسؤوليات تعظيم قيمة رأس المال المسهم. يرغب المديرون عموماً بالنسج بأأكبر قدر ممكن من الحرية في التكيف بصغط العمل كما يحلو لهم. وبأأخفايل فإن تقلص حرية المديرين في الترحي يمثل واحداً من الاهداف الأساسية لترتيبات الأأجور الجديدة. بمعنى أن تلك الترتيبات تسعى إلى ردع المديرين عن تبني استراتيجيات ممبنة. من قبيل التوسيع

الإمبراطوري للشركة من شأنها أن تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم. إن المديرين، إذا ما وجدوا السبيل لتزوير معلوماتهم، يرغبون عموماً في أن يحصلوا على مكنتهم، وأن يأكلوها أيضاً. إنهم يفضلون الحصول على قدر معين من التعميمات النقدية دون أن يضعوا في ذلك بعريتهم في التراجع أو في التكيف بضغط العمل على حد تعبيرهم.

وبافتراض قيمة مهمة للتعميمات المتوقعة فإن المديرين يفضلون بطبيعة الحال أن تكون تلك التعميمات مستقلة قدر الإمكان عن الأداء. فكلما ازداد ارتباط التعميمات بأدائهم، لرداد حجم العارضة التي تتهدد مصالحهم وازداد أيضاً حجم الجهد الذي يجب عليهم بذله واضطروا نباحاً أكثر فأكثر إلى التحلي عن الاستراتيجيات التي تضمن مصالحهم الشخصية كالنموذج الإمبراطوري للشركة على سبيل المثال.

لننظر في الخيارين الآتين لترتيبات الأجور: الخيار الأول يضمن للمدير العام الحصول على خمسة ملايين \$ بعض المظفر من أداء الشركة في الخيار الثاني الذي يمثل ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء. يحصل المدير العام على خمسة ملايين \$ إذا تمكنت الشركة من تحقيق أهداف مهمة من حيث الأداء. ولتعرض أن ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء سوف تدفع المدير إلى تحقيق الأهداف المطلوبة (والحصول على خمسة الملايين \$) ولكن عبر اتخاذ خطوات محفوفة ببعض التكاليف الشخصية كتقليص حجم الشركة أو التخلي عن أحد المشروعات المحببة أو إقالة أحد المديرين بسبب التقصير أو ضعف الأداء. وما إلى ذلك. بالرغم من أن كلا الخيارين يسمح للمدير العام بالحصول على خمسة ملايين \$ فإن المدير سيميل بطبيعة الحال إلى ترجيح كافة الخيار الأول لأنه لا يضطره إلى أي خطوات تتعارض مع مصالحه وتوجهاته الشخصية.

نجدد الإشارة إلى أن الفائدة التي يجنيها المدير المتراخي، إذا ما استخدم بقوده لقرص الخيار الأول، التي تعادل المارق بين الأجر الذي يحصل عليه في هذه الحالة والاجر الذي كان سيحصل عليه وفق ترتيبات أجور جديدة مرتبطة بالأداء. غالباً ما تكون أصغر جداً من التكاليف الحقيقية التي يتحملها حملة الأسهم جراء ذلك التراخي والاهمال. لنعرض أن فائدة التراخي التي يجنيها المدير في مثالا السابق تبلغ مليوني \$ وأن خسائر حملة

الأسهم المرتبة على ترأسي المدير تقدر بنحو 20 مليون 5. في هذه الحالة يمكن القول إن المكاسب المجانية التي يجنيها المدير إذا ما ضمن لنفسه حياز الأجر المنفصل عن الأداء، التي تبلغ مليوني 5 سوف ترتب على حملة الأسهم خسائر تقدر بمشرة أضعاف تلك القيمة إن النقطة المهمة التي ينبغي تسليط الضوء عليها هنا هي أن المديرين يستخدمون نفوذهم ليس فقط للحصول على أجور أعلى، وإنما أيضاً لتأثير في بنية تلك الأجور وإعطائها أشكالاً أقل حساسية للأداء. وحيث إن الانحراف عن منطق التماثل على معطال الدرع يفود إلى مبيعات تمويلات من شأنها أن تضعف الحوافز أو شوهها، وأن تسبب بذلك تراجعاً في فاعلية الأداء، فإن الخسائر التي ستترتب عموماً على حملة الأسهم ستكون أكبر بوضوح من المكاسب الصيقة التي يجنيها المديرين.

سبب الملازمة المنطقية بين سلطة المديرين من جهة وفقدانهم على انتزاع المكاسب المجانية من جهة أخرى، هناك سبب آخر لسلطة المديرين يتبأ بوجود ترابط واضح بين سلطة المديرين وحجم مكاسبهم المجانية. جميع المديرين المتميزين يتمتعون بقدر معين من السلطة والنفوذ ويستطيعون بذلك أن يضموا لأنفسهم بعض المكاسب المجانية، لكن مقدار سلطة المديرين يختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للاختلاف في بنية المذكرة وفي نظام الحوكمة. وكلما تماثلت سلطة المدير العدم أكثر كانت مكاسبه المجانية وفق ما يتبأ به سبباً لسلطة المديرين. أكبر وأعظم. وكما سوف يناقش بشيء من التفصيل في الفصل 6 فإن لحقائق والمعطيات التجريبية تؤكد صحة تلك التوقعات.

المدير العام ونخبة المديرين التنفيذيي الآخرين

من الذي يحصل على المكاسب المجانية وفق سبباً لسلطة المديرين؟ المدير العام التنفيذي بطبيعة الحال. لكن الآخرين من مديري الدرجة الممتازة يحصلون بدورهم أيضاً على بعض المكاسب المجانية في كثير من الأحيان، بالرغم من أن المدير العام يتفرد عادةً بالقدر الأكبر من السلطة والنفوذ. فإن نخبة المديرين التنفيذيي الآخرين يتمتعون بدورهم أيضاً في كثير من الحالات ببعض النفوذ فيما يخص صنع القرار في مجلس الإدارة² وعلى سبيل المثال فإن المديرين التنفيذيي الذين يشغلون مقعد في مجلس الإدارة إلى جانب مدير العام يستفيدون جميعهم بطبيعة الحال أيضاً من بعض الفوائد التي تعد مدير العام

بالسلطة والنفوذ إزاء أعضاء المجلس. جميع المديرين التعميديين الذين يشغلون مقاعد في مجلس الإدارة يستفيدون على سبيل المثال من عوامل الرمثاء وروح الجماعة والاحترام الذي يبديه أعضاء المجلس إزاء أولئك الذين يتولون قيادة الشركة. وكأعضاء في مجلس الإدارة ههنا هؤلاء المديرين التعميديين يملكون أيضاً بعض النفوذ ههنا بعض المرشحات المستقبلية وكذلك أيضاً ههنا بعض تعويضات أعضاء المجلس

وحسب عندما يكون المدير العام المدير التعميدي الوحيد الذي يتمتع ببعض النفوذ في مجلس الإدارة ههنا المكاسب المجانية سواء تهيض على الأرجح ليمهد منها أيضاً بعض من المديرين التعميديين الآخرين. عندما يكون بعض كبار المديرين التعميديين أصدقاء شخصين للمدير العام أو أنبأاً يتمتعون بصداقة. ههنا قد يستخدم نفوذه للحصول على ترتيبات أجور معانية لهؤلاء أيضاً ومن جهة أخرى ههنا زيادة أجور كبار المديرين التعميديين الآخرين تعود بالفائدة غير المباشرة على المدير العام ذاته حيث انها تهيض الاعين عن المكاسب المجانية التي يسانر بها نفسه. وبالمعل فقد وجد جيمس ويد وشارلر أوريلي و نيموثي بولوك أن المديرين التعميديين في الشركات التي يتقاضى مدبروها أامامون أجوراً ضخمة (بالمقارنة مع نظر انهم في الشركات العاملة في الحقل نفسه) يحصلون بدورهم أيضاً على أجور مموحة تعوق استعاضاتهم وذلك في عموم المستويات الإدارية الأربعة التالية لوقع المدير العام³ وما من شك في أن هذه المكاسب المجانية المباشرة تأتي جميعها على حساب حملة الأسهم⁴

وبالمحصلة يمكن القول أن تعويضات المدير العام تمكس عالياً. إن لم نقل دوماً ما يتمتع به المدير من السلطة والنفوذ والأمر ذاته يسحب في الكثير من الشركات أيضاً على فئة من كبار المديرين التعميديين الآخرين. ولذلك ههنا نحللنا المنصص في صمحات هذا المصل يطبق ليس فقط على تعويضات المدير العام وانما أيضاً على تعويضات تلك الفئة من كبار المديرين التعميديين الآخرين.

تكاليف وقيود الصلخط،

حدود المكاسب المجانية المحتملة التي يمكن أن يحصل عليها المدبرون ليست مفتوحة صحيح أن قوى السوق والمناجاة الى موافقة مجلس الإدارة والمواقب الاجتماعية وما الى

ذلك لا تستطيع مجتمعة أن تحول دون الانحراف عن التعاقد على مطالب الدراع. لكنها تقرر في الواقع بعضاً من القيود على ترتيبات التمويل

بالنظر إلى تلك القيود فإن درجة تماذي الشركات في معاملة المديرين المتعديين لن تتعلق بما تنطوي عليه الترتيبات المزمع عقدها من معاملة فعلية للمديرين وحسب، وإنما أيضاً بالانطباع المتوضع أن شهرة تلك الترتيبات في موسم المراقبين الخارجيين. والسؤال عما إذا كان المديرين وأعضاء المجلس قد يستمرون عن تبني ترتيبات تمويل ذات أهمية تتعلق إلى حد بعيد بالسؤال إلى أي حد قد تبدو تلك الترتيبات في أعين المراقبين الخارجيين المميزين غير مسوعة أو تتم على أساءة استخدام لأموال الشركة. أو بعبارة أخرى. فإسبغة سوف يشير عموماً إلى ردود الفعل السلبية لدى المراقبين الخارجيين باستخدام مصطلح السخط. بالرغم من أن بعض تلك الردود ربما يتدرج أكثر في عداد النقد ولا يحصل حقيقة إلى مستوى السخط. كما يظهر أيضاً إلى التكاليف التي تترتب على المديرين وأعضاء المجلس بتأثير ردود الفعل السلبية تلك تحت اسم «تكاليف السخط» وكما كانت ردود الأعمال تلك أقوى وأوسع انتشاراً - أي كلما كان السخط أكبر - كانت تكاليف ذلك بالنسبة للمديرين وأعضاء المجلس بدورها أيضاً أكبر عندما تبلغ تكاليف السخط حداً مهماً فإنها قد تمنع بالفعل من تبني ترتيبات كانت لتقدم للمديرين عريضة من المعاملة وسوف يشير فيما يلي إلى تلك الترتيبات التي لم تخرج إلى المورخية تكاليف السخط عن أيها الترتيبات تتعارض مع قيود السخط.

ولكن ما الذي يجعل المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يكثرنون بالانطباعات الخارجية - وعلى وجه الخصوص بالسخط؟ بداية لا بد من الإشارة إلى أن العقوبات التي قد تفرضها السوق على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة فتبنيهم ترتيبات ممثلة تتعلق إلى حد بعيد بالانطباعات وردود الأعمال التي تخلفها تلك الترتيبات في الأوساط المعقدة. دعونا نذكر أولاً إلى يورسة حكم الشركات. أن هذه السوق سوف تقرر عقوباتها على تبني الترتيبات الممرطة في معاملة المديرين غير جعل المديرين وأعضاء المجلس المميزين أكثر تعرضاً لتحديات المفاسين. يمر أن هذه العقوبة لن تبلغ حد التأثير المعنوي إلا إذا بدت ترتيبات الاجور التي تبنيها الشركة في أعين المراقبين الخارجيين مثيرة للسخط إلى حد كبير. عندها قد يرى

المستثمرون المؤسسيون، إلا تلك الترتيبات إشارة قوية إلى أن المديرين المتحمدين وأعضاء المجلس غير مكترئين بمصالح حملة الأسهم. وهؤلاء المستثمرون لن يتحمسوا والحالة هذه لدعم أصحاب المصائب لمواجهة التعديلات الانتخابية أو عروض الاستيلاء العدواني الممنعة. بهذه الطريقة وغير آنية عمل بورصة حكم الشركات، يستطيع الضغط أن يمرض بالفعل عقوبات حقيقية على المديرين وأعضاء المجالس إذا ما نبهوا بترهيبات أجور هاصحة.

ننظر أيضاً إلى بورصة المديرين وسعة المديرين وأعضاء المجالس في سياق العمل لاشك في أن السعة السيئة قد يكون لها أثر سلبي على أهاق الفرص المستقبلية بالنسبة للمديرين وأعضاء مجالس الإدارة. كذلك فإنها قد تضر أيضاً بما يدبرونه من صفقات عمل مع أطراف أخرى خارج حدود الشركة. والواضح أن الكثيرين من أعضاء المجالس الخارجيين يهتمون لدخول المجلس إلى حد بعيد طمعاً فيما تؤمسه لهم عضوية المجلس من هيبة واحترام ومن علاقات وصلاب في عالم المال والأعمال. واكتساب سمعة سيئة قد يذهب بتلك المكاسب ويعرض بدلاً منها تكاليف وعقوبات. غير أن تلك الحقائق المنطقية بالسمعة لن ترفع حدود التأثير الفعلي على أوصاف المديرين وأعضاء المجالس وأهاليهم المستقبلية، إلا إذا قُيِّم شركائهم ترتيبات أجور هاصحة أثارت ردود فعل سلبية عارمة - أو بالأحرى قدراً كبيراً من الضغط. أما الترهيبات التي ينظر إليها بوجه عام على أنها تقع ضمن هامش ما هو مألوف ومشروع، فمن غير المرجح أن يترتب عليها أي تكاليف من هذا القبيل حتى إن كانت لا تُستخدم مصالح حملة الأسهم.

وبه الحقيقة فإننا نعتقد أن التكاليف التي تترتب على المديرين من جراء الترتيبات التي ينظر إليها على أن فيها إساءة استخدام لأموال الشركة، وأنها مثيرة للضغط، تتجاوز بوضوح حجم التكاليف التي يمين بها التعليل الأولي الذي يقف عند حدود عوامل السوق التي لوردهاها فيما تقدم من هذه المصرة. أي أننا نعتقد أن المجهود المقروضة على انقراع المكاسب المجانية أكثر شدة مما يعترضه التعليل البسيط الذي يقتصر على عقوبات السوق (المحدودة) التي تترتب على ترتيبات الترميمات المثيرة للضغط. لقد سبق أن أوضحنا في الفصل 2 أن أعضاء مجالس الإدارة يتأثرون ليس فقط بما تملبه عليهم مصالحهم الاقتصادية الصرفة، الضيقة، وإنما أيضاً بجملة من العوامل الاجتماعية والنفسية

(كلار مالتس، والوفاء، وروح الجماعة، وما إلى ذلك) التي تدفعهم إلى اتجاه محايدة المديرين المتفهمين. ومن منظور مشابه نجد أن هنالك أيضاً العديد من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تريد من حجم التكاليف التي يربتها المديرون وأعضاء المجالس على أنفسهم بتهمهم ترهيبات تبدو بعظم المراقبين الخارجيين لمعنيين مثيرة للسخط إلى حد بعيد.

إن المديرين وأعضاء المجالس الإدارة يعملون على التمويم إلى اهلاء قدر كبير من الاصمام لما يحظون به من قبول وتأييد واحترام لدى بعض الشرائح الاجتماعية والمهمة المعنية بعمل أعضاء مجالس الإدارة عموماً إلى العمل على تعادي التعرض للنقد أو التهكم من قبل تلك المجموعات الاجتماعية أو المهمة التي يتحدرون أرامها - حتى إن كل ذلك النقد أو التهكم لا يربط عليهم أي حسائر اقتصادية⁵ وبالمنتهج حتى إذا فرصا بأن الدوافع الاقتصادية التي تحركها بورصة حكم الشركات وسوق عمل المديرين لن تولد من القوة ما يسمح لها بصنع المديرين من السهم إلى هرعن ترهيبات مهمة مثيرة للسخط. فإن الخوف من صمود النفس والإجراج قد يردعهم عن ذلك عندما احتل جاك ويلش، المدير العام السابق لشركة جنرال إلكتريك، صاويين الصصف بتخليه طوعاً عن التسهيلات المقدمة له بعد التقاعد والمستحقة قانونياً بموجب عقد الاتفاق المبرم مع الشركة⁶ بما في ذلك حق استخدام طائرة خاصة على حساب الشركة وحق الاحتفاظ بشقة سكنية في نيويورك. أما كان يسمى دون ادنى شك إلى الحفاظ على ما كان قد حظي به سابقاً من التأهد والاحترام وذلك على حساب مصالحه الاقتصادية الصبقة⁷

لا شك في أن السخط لن يقوى على هرعن تكاليف فعلية ما لم يبلغ الحد الكافي من سعة الانتشار بين صفوف الفئة المعنية من المراقبين. ليس كافيها على الإطلاق أن نذهب مجموعة قليلة من الباحثين أو من المستثمرين إلى تصمصم برنامج التعويضات في عداد الترهيبات التي تضر على نحو فاصح بمصالح حملة الأسهم كي يكون لتعويضات السوق والتكاليف الاجتماعية أثرها السلبي العملي والقموس على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يجب أن تصل موجة السخط بالدرجة الأولى إلى فئات المراقبين الخارجيين الذين تعطي أراؤهم وتحليلاتهم بمطعم الاهتمام لدى المديرين وأعضاء المجالس أنفسهم: المستثمرين المؤسساتيين الأوساط لمسة بعالم المال والأعمال وكذلك أيضاً الفئات الاجتماعية والمهمة التي ينتمي إليها المديرون وأعضاء المجالس منهم

التمويه:

إن التكاليف الرئيسية التي يحملها المدبرون وأعضاء مجالس الإدارة من جراء سببهم ترقيات أحوز شغلوي على قدر كبير من الحماية للمدبرين لا تتعلق في المقام الأول أدأ بالتكاليف المغطاة التي تجرها تلك الترقيات على حملة الأسهم وإنما بالانطباعات التي تولدها لدى قطاع معينة من المراقبين الخارجيين وبالصورة التي تبدو بها في أعين أولئك المراقبين. الصورة والانطباع هما أدأ ما يهم هنا وهذا يأخذنا إلى مفهوم آخر يلعب دوراً حاسماً في فهم تصاريص الترميزات: التمويه.

لما كل للمشهد الخارجي والانطباعات التي تولدها ذلك القدر من الأهمية. فإن من الطبيعي أن يمدد مهندسو برامج الترميزات إلى وضع حد للتقيد والسخط الخارجيين عبر تغطية وتغليف وإحفاء - باحتصار عبر تمويه - المكاسب المجانية. كلما بدت رزمة الترميزات أكثر عمالية وتوارياً. اتسعت حرية المدبرين في التمتع بمزيد من المكاسب المجانية دون أن يواجهوا في ذلك ما يستحق الذكر من مظاهر السخط. وبناء عليه وتبعاً لمنظور سلطه المدبرين. فإن المدبرين سيميلون بطبيعتهم الحال إلى مزج سياسات الترميزات التي مخفي القبهة الإجمالية لترميزاتهم. التي يبدو أكثر ارتباطاً بالأداء مما هي عليه في حقيقة الأمر التي تغلف الأجور في أشكال يسهل سويتها والدفاع عنها.

وبقدر ما تسمح أمام مهندسي برامج الترميزات مساحة الحرية في معارسة التمويه بقدر ما يبيح أن شوق منهم استثمار تلك المساحة بكل إمكانياتها قبل عام 1992 كانت هيئة الأوراق والأسواق المالية تعلي على الشركات تقديم تقارير دورية حول ترميزات مديريها إلى المصوم لكنها تترك لها بالمقابل الحرية في صياغة تلك التقارير على النحو الذي تراه مناسباً وليس مفاجئاً أن يرى تلك الشركات قد دأبت على الاستفادة على نحو اعظمي من صلاحياتها تلك لإحفاء حجم وشكل أجور مديريها. يصف أحد الموظفين المسؤولين في هيئة الأوراق والأسواق المالية واقع تعامل الشركات مع تقارير الأجور وفق ما كانت عليه الحال قبل 1992 كما يلي

كانت المفوضات المقدمة [إلا حقل تمويلات إداريين] عامصة ومبهمه كان بيان التمويلات التقليدي يمتد الى عشر صفحات إلى أربع عشرة صفحة وبعاً لموقف الشركة من البيان لم يكن عريفاً أن يجد رصه أجور بقيمة \$3,500,081 قد صيغت بالأحرف الهجائية حرفاً حرفاً في بيان يخلو من الأرقام، هذا يعطي فكرة عن طبيعة تلك البيانات: كانت بيانات طنانة عامصة مبهمه. مصاعبة بلغة قانونية معقدة وكانت الأرقام ذات الدلالة اما مبهمة أو مدقوقة هنا وهناك بين الصفحات الأربع عشرة ذات مرة قام أحدهم بتوزيع بيان نوگيلي على عدد من المحللين الذين يعملون لصالح المؤسسات الاستثمارية وطلب منهم أن يحسبوا التمويلات التي يتقاضاها المدبرون التعميديون الواردة أسماؤهم في البيان، لم يكن بين النتائج رقمان متطابقان كانت الأرقام التي حصلوا عليها شديدة التباعد بعضها عن بعض ومعمدة على مجال واسع⁷

في العام ١٩٩٢، عمدت هيئة الأوراق والأسواق المالية إلى تشديد القواعد فيما يخص صياغة بيان التمويلات وذلك عبر الرام الشركات باستخدام نماذج جاهزة تحدد آلية تقديم المضمومة حول أجور المديرين، وانحق أن هوائيم التمويلات الممودة التي يجب اليوم على الشركات استخدامها قد جعلت التعميه مهمة أكثر صموية وتمقيداً غير أن شروط العام 1992، فيما يخص بيان التمويلات قد هشتت، كما سوف نوضح في فصول لاحقة من الكتاب في وضع حد لقدرة الشركات على تعميه حجوم أجور المديرين وشكالتها

قد يتساءل المرء بحق طالما أن المكاسب المجانية ممومة كيف للمراقب إدأ (والامر بمسحوب ايضاً على مؤلفي الكتاب) أن يجرم بأن المديرين يتممون بمكاسب مجانية؟ من الساحة النظرية يمكن أن يتم تعميه المكاسب المجانية بدرجة عالية من الإتقان بحيث يصبح كشمها امراً غير ممكن على الإطلاق غير أن الواقع يقول إن التعميه يحافظ على بحاحه وفاعليته طالما ظلت المكاسب المجانية مميبة عن أعين تلك الفئة من المراقبين الخارجيين التي إن بدا عليها السخط فإن سمعتها من شأنه أن يكلف لمديرين وأعضاء المجلس عالياً أما المراهبون الآخرون فإن إدراكهم لمحققة المكاسب المجانية لا يغير شيئاً في المعادله.

ومس هنا فإن مفهوم التنمية لا يمارس مع إمكانية أن يقوم أحد المراقبين الخارجيين بتقييم المكاسب المجانية المعينة بين طيات ترتيبات الترميمات. في هذه الحالة ينظر إلى النتيجة التي خلص إليها المراقب المعني على أنها إما تعكس حكمه الشخصي الذي لا يصح نعمه، والفاضي بأن برنامج الترميمات يعثره شيء من التشويه لجهة محايدة المديرين ومع مرور الزمن قد يلقي ذلك الاستنتاج بطبيعة الحال مبرداً من القبول والتأييد ليعرض نفسه على نطاق واسع. عندها يكون عطاء السوية قد سقط عن تلك المكاسب المجانية عبر أن يمس أشكال المكاسب المجانية قد تظل مضمومة حتى بعد أن يدجع بعض المراقبين في استجابة أمرها

السلطة والتنمية على أرض الواقع

دعيت بعض الأصوات المعقدة لمعنا السابق على الرغم بأن فكرة تكاليف السلطة وكذلك أيضاً فكرة التنمية المبتقنة عنها، لا تعد بياناً كونها تكلمات نظرية غير قابلة للاحتياز تجريبياً⁸ غير أن الأمر ليس كذلك على الإطلاق. هناك دلائل تجريبية تبين أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يتأثرون فعلاً -فيما يخص الترميمات، وكذلك أيضاً فيما يخص أصناف أخرى من القرارات- بالمقد الخارجي والسلطة عندما يبلغان حداً كافياً من القوة. وهناك أيضاً دلائل تجريبية على أن المديرين وأعضاء المجالس يلجأون إلى أساليب التنمية.

بداية سود لن يبين أن هناك دلائل تثبت أن قرارات حملة الأسهم ذات الطابع الوصائي تترك وراءها أثراً فعلياً على سياسات الشركات. بالرغم من أن تلك القرارات غير ملزمة، وبالرغم من أنها نادراً ما تتجفع في الحصول على التأييد المطلوب لاكتساب أي صفة رسمية، فإن وجودها يسلط ضوءاً نافذاً على الجوانب الخلافة في سياسات الشركات فيما يخص ترميمات المديرين. ويرى قسماً لا بأس به من المصوم الذي يعثره تلك السياسات. هناك دراسة قام بها راندال نومايس وكيميث مارتن عميت بالبحث في الأثر الفعلي للقرارات الوصائية المتعلقة بالاجور أثناء أواسط تسعينيات القرن العشرين، وحطمت إلى نتيجة ممادها أن تلك القرارات قد تركت بالفعل أثراً ملحوظاً على قرارات الترميمات اللاحقة⁹

وجدت تلك الدراسة ان الماميين التاليين تصدور قرارات حملة الاسهم الوصفية المتقدمة لاجور المديرين في شركات معينة قد شهدا تواجداً واضحاً في اجمالي التعويضات في تلك الشركات بلغ قيمة وسطية مولوكة احصائياً مقدارها 27 مليون 5 (بعد التصحيح تبعاً للحفل الذي تعمل فيه تلك الشركات) كذلك فقد وجد الباحثان في دراسة لاحقة ان ارتفاع معدل التصويت ضد مشروعات القرارات المدعومة من قبل جهاز الاداري بشأن تصديق خطط جهارات الأسهم قد كان له اثر واضح في تبطيء نمو تعويضات المدير المام على مدى السنوات اللاحقة¹⁰

هناك دراسة أخرى قام بها اليكساندر ديك و لويجي ريماليس حيث بأثار المتابعة الإعلامية على قرارات الشركات بوجه عام. وقد وجد الباحثان أن الاهتمام والمتابعة من قبل الاوساط الإعلامية يدفع بالشركات الى تبني سياسات أكثر رفضاً بالبيئة على سبيل المثال وعلى صعيد القضايا المتعلقة بحوكمة الشركات يمت الدراسة أيضاً ان اهتمام الاوساط الإعلامية بخلاف القيمة التي يبتلمها حملة الاسهم السطرو¹¹

وكواحد من الأمثلة الشهيرة التي تبين قدرة النقد الخارجي على التأثير في قرارات الجهاز الإداري الذي يقود الشركة يذكر هنا الحملة التي قادها روبرت مونكس الناشط بين صفوف حملة اسهم شركة سيرس ضد سياسات مجلس ادارة الشركة. أثناء أواخر الثمانينيات واول التسعينيات اضطر مجلس ادارة سيرس تحت ضغط حملة مونكس الى تبني العديد من المشروعات الجديدة بهدف تحسين اداء الشركة والارتقاء به عن المستوى النميس الذي كان قد تدسي اليه بعد ان تم تجاهل انتقاداته مراراً وتكراراً من قبل مجلس ادارة الشركة عند مونكس في نيسان/ابريل 1992 الى نشر إعلان في مجلة وول ستريت جورنال أعطاه العنوان «القيادات المختصرة في سيرس» فضع فيه أوجه الإهمال والتقصير في اداء أعضاء مجلس ادارة سيرس مشيراً بالاسم الى الاعضاء المتقصرين. وعلى اثر ذلك اضطر أعضاء المجلس. يدافع الحرج. للرجوع الى مقترحات مونكس وتبني بعض منها على نحو فعلي الامر الذي قاد الى تحقيق امطافة غير عادية في سعر أسهم الشركة. اد عاد السعر لتسجل ارتفاعاً يقارب 10 بالمئة فور الإعلان عن تلك التمهيرات (هذا الارتفاع في سعر الاسهم مصصح لجهة مراعاة الحركة العامة لسوق الاوراق المالية)¹²

وهما لك مثال آخر لا يقل وضوحاً هو مثال صندوق تعاقد موظفي الشركات العامة في ولاية كاليفورنيا (كالبيرس) والسياسة التي انتهجتها هذه المؤسسة في حق الشركات على تحسين أدائها عبر تسليط الضوء على الشركات ذات الأداء المتواضع. على مدى سنوات عديدة دأبت كالبيرس على إدراج الشركات ذات الأداء الضعيف ضمن قائمة خاصة أسمعتها «قائمة العناية المركزة». وقد تمت العديد من المقترحات لتحسين السياسات الإدارية لتلك الشركات. من شاكلة اقتراح جعل لجبا التمويلات ولجان التشجيع مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين. وفي حالات كثيرة عمدت الشركات المدرجة في القائمة بالفعل إلى تعيين بعض التغيرات التي اقترحتها كالبيرس. وفي العام 1991، وبعد أن أشار العديد من المديرين العاميين على كالبيرس بأن تصنيف عدة الدرجة الهجومية من شأنه أن يكسبها مزيداً من الفاعليات، قررت كالبيرس تبني سياسة أكثر «لطفاً» تخلص من عناصر التشهير بالشركات المتصرفة عبر أن تلك الشركات، في ظل غياب حظر الترمص للشهير والمضجحة - سرعان ما سجلت تطوراً عكسياً لتصبح الأقل تعاوناً وقد وصف ديل هاسون، الذي تسلط في ذلك الحين منصب المدير العام التنفيذي في كالبيرس الوصف الذي أتت إليه الأمور في تلك الأونة بالقول: «لقد أثبتت لنا التجربة أن بعض الشركات لن تتحرك لمواجهة المشكلة ما لم تجد نفسها مضطرة إلى التحرك لأن المشكلة قد باتت تحت عدسة الرأي العام». في العام 1992، عادت كالبيرس اعتماد سياسة التشهير والإجراج العلني في تعاملها مع الشركات الأقل تعاوناً¹³

وفي الواقع فإن سياسة الإجراج العلني التي انتهجها كالبيرس قد تركت بالفعل أثراً قابلاً للقياس في الشركات التي تم تسليط الضوء عليها فقد وجدت بيلج فو أن الشركات التي أدرجتها كالبيرس على قائمة العناية المركزة من حيث ضعف أداء جهازها الإداري قد شهدت لاحقاً توجهاً أقوى نحو تقليص أعداد أصحاب المناصب بين صفوف أعضاء مجالس الإدارة كذلك فقد سجلت تلك الشركات أيضاً معدلات أعلى فيما يخص حوادث استبدال المدير العام¹⁴ كما أن من الواضح أن سياسة الإجراج العلني قد كان لها أثرها أيضاً على الترمص المستقبلية لأعضاء المجالس الداخليين الذين اضطروا لمعادرة مجالس إدارة الشركات المستهدفة، فقد وجد هؤلاء مستويات أكبر كسراً، بالمقارنة مع نظرائهم من الأعضاء

الدخيلين المعاديين من مجالس الشركات الاخرى، فهما يحصر الوصول إلى عضوية مجالس الإدارة في شركات جديدة. وكما يتضح من هذه الدراسة فإن الشهرة السلبية وما تنهزه من الضغط يحرصان بالعمل تكاليف حقيقية لا يجوز اعمالها

واخيراً وربما يكون الاهم، فإن هناك دلائل قوية تؤكد الوجود العملي لممارسات التمويل تقصي فكرة التمويل. في واحد من امكاساتها المباشرة القابلة للحساب والقياس بأن انحراف ترميمات التمويلات عن مقتضيات التفاوض على مطالب الدراع ينبغي ان يشير في معظم حالاته إلى اتجاهات تجعل حجم الأجور ودرجة حساسيتها لزيادة أقل شعافية ووضوحاً. وسياسات التمويلات الحالية تؤكد بقوة صحة هذه الظاهرة التي تمثل امكاساً مباشراً لفكرة التمويل. وكما سوف نوضح في فصول لاحقة فإن سياسات التمويلات السائدة - من قبيل تمويلات التقاعد لترميمات التمويلات المؤجلة - قروص المديرين ونظام الحيازات التقليدية - تترك بدورها مساحة واسعة لممارسات التمويل

دور مستشاري التمويلات

جرت العادة أن تكلف الشركات العامة في الولايات المتحدة الامريكية مستشارين خارجيين بتقديم اسهام فاعل في عملية تحديد تمويلات المديرين¹⁵ وببما توجهه نظر سهاريو التماقد على مطالب الدراع يمكن تسويق استخدام مستشاري التمويلات على قاعدة أن هؤلاء يملكون خبرة والكفاءة اللازمين لتقديم اسهام اختصاصي في عملية تصميم زوم الأجور. فالمستشارون يملكون معلومات حول الأجور لا يتم تداولها بصورة مباشرة بين الشركات والشركات تشارك عادة في استبيانات التمويلات التي يعطيها المستشارون لمعرضها بل ما يروج به من معلومات خاصة سوف يظل محفوظاً في ايد أمينة والمستشارون يستفيدون بدورهم من جملة المعطيات المتوافرة لديهم في تطوير تصاميم جديدة لترميمات الاجور يضمنونها في نهاية المطاف في خدمة موكليهم.

بالرغم من أنما تنفق مع وجهة النظر تلك في ان مستشاري التمويلات يملكون القدرة على ممارسة دور مهم ومعهد في عملية تحديد الأجور وأنهم يمارسون فعلاً ذلك الدور في بعض الاحيان. الا ان من المهم أن نستوضح بالمقابل أن الشركات تستخدم مستشاري

التعويضات أيضاً مهمة تموية المكاسب المجانية. إن حقيقة أن أعضاء مجلس الإدارة قد تمسوا زرمة تعويضات تم اقتراحها من قبل مستشار لشؤون التعويضات - ولم يصممواهم بأنفسهم - تضمني بعدد داتها على زرمة التعويضات المعنية عطاء الشرعية إذا تعرض أعضاء مجلس الإدارة لأي انتقادات أو اتهامات فيما يخص التعويضات يمكنهم أن يسوغوا قراراتهم بسلطة على أنها مبنية على مقترحات مقدمة من قبل حبير خارجي.

والواقع أن هيئات المحكمة قد دأبت بدورها على إبداء مرید من الاحترام آراء قرارات مجالس الإدارة التي تستند إلى استشارات مقدمة من قبل حبير خارجي. وبصورة مشابهة فإن مستشاري التعويضات يمكنهم أن يصمموا على قرارات التعويضات التي يتخذها مجلس الإدارة مریداً من الشرعية في مظهر شرائع أخرى من المرافقين الخارجيين أيضاً. وقد أثبتت دراسة قام بها جيمس ويد و جوزف بوراند و تيموثي بونوك أن مستشاري الأجور يتم استخدامهم على نحو منهجي لعرض تسويق تعويضات مديريهم أمام أقرائهم الخارجيين. لقد وجدت هذه الدراسة أن الشركات التي لديها أعداد أكبر من المسهمين الخارجيين الفعليين والحوصين على رصد ثوابات الأجور ومتابعة تطوراتها هي في الوقت ذاته الشركات الأكثر ميلاً إلى الاعتماد على مستشاري التعويضات في تسويق قراراتها المتعلقة بتعويضات المديريين.⁵

نكون للأسف فإن مجرد كون زرمة الأجور مقترحة من قبل أحد مستشاري التعويضات لا يضمن بانصرورة أنها تستحق بالعمل شهادة جودة. وقد بحث ويد و بوراند و بولوك ضمن إطار دراستهم المذكورة انفاً في الطرائق التي تتبعها الشركات في اختيار الشركات النظيرة، لاستخدامها كمقاييس لدى تقييم الأداء الذاتي للشركة. وقد وجد الباحثون أن تعريف الشركات النظيرة، يتجاوز بوصف الحدود الفعلية لحقل العمل المعني في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف بالنسبة لمعوم شركات الحقل، وكذلك أيضاً في حالة الشركات التي يتقاضى مديريها العام أجوراً مرمونة بالمقارنة مع المديريين العامين بشركات الحقل المعنى.⁷ وفي دراسة أخرى وجد كيش مور في أن ثلثي الشركات الالف الكبرى قد سجلت نجاحاً مرموعاً بتحقيق أداء فوق وسطي أداء الشركات المنافسة في حقل العمل المعنى أثناء السنوات المالية الخمس الماضية.¹⁸ ومن المميد أن ستوضح أن اصطناع مثل هذه التقديرات انتقائية يتم بالتماوس الوثيق مع مستشاري الأجور.

توالي الارتقاء

إن الجهود المشتركة لمستشاري التمويل، الذين لديهم دوافعهم للسمي إلى إرضاء المديرين العامين، ومجالس الإدارة التي تبدي بدورها ميولاً مشابهة قد قادت إلى تفاقم ظاهرة ارتفاع مستويات الأجور مع مرور السنين. قام جوس بيرجاك ومايكل ليمس ولايتا نايفين بإجراء مراجعة نظيفة لتقارير التمويل عن العام 1997 في مثال 100 شركة من الشركات المسجلة في دليل اس بي 500 وخلصوا إلى ذلك إلى أن الغالبية العظمى من الشركات التي تعتمد طريقة المقارنة مع الشركات النظيرة تختار تمويلاتها بمديريها موضع الوسط، أو ما فوق ذلك على سلم تمويلات شركات الحفل المعني¹⁹ وهذا الاختيار الذي لا يخلو من السخاء من شأنه أن يدفع تمويلات المديرين على نحو مطرد نحو الأعلى مع الزمن حتى ولو لم يكن هناك أي تحسن في أدائهم.

لنبحث في هذه الظاهرة عند بيرجاك ورملاؤهم إلى دراسة تطورات قرارات التمويل في ما يقارب 1500 شركة من الشركات المسجلة العامة أثناء المدة 1992 - 1998 وقد وجدوا أن المديرين العامين الذين كانت أجورهم أدنى من القيمة الوسطى قد حصلوا على زيادات تفوق بوضوح وسطى زيادات الأجور سواء على صعيد القيمة النسبية أو المطلقة وذلك حتى في حالة الشركات التي سجلت تراجعاً في الميراثية وبلا سمر الأسهم. ومما لا شك فيه أن مثل هذه السياسات تقود بصورة حتمية إلى ارتفاع مستمر في مستوى التمويلات²⁰.

وقد وصف كليم كلارك، عميد كلية الأعمال في هارفارد، تحسراً عملية توالي الارتقاعات تلك بالمعابر الأتية، إن استخدام مستشاري التمويل قد خلق معمول ليلك وويلك. تطوّر أن الجميع في تلك البلدة التنفيذية كان فوق الوسط. والأكية التي تحكم سير النظام في الكثير من الشركات هي أن غالبية المديرين العامين يرهبون لانفسهم الموقع 75 بالمئة في التوزيع الإحصائي للتمويلات. والنتيجة هي معمول توالي ارتفاع الاجور بعد كل ارتفاع بهم خبره في السوق. الأمر الذي يقود إلى تشوهات جديدة في تمويلات المديرين العامين²¹.

سلطة المديرين وتطورات العقد الماضي

لقد انتقد كليم مور في و براين هول عملياً السابق حول العلاقة بين سلطة المديرين وأجورهم معتبرين أن السبهايسو الذي قدمه في ذلك العمل يهجر من تفسير الزيادات الكبيرة في

تعويزات المديرين أثناء تسعينيات القرن العشرين²² كذلك فإن هولان جنكس الذي يكتب عموداً في مجلة وول ستريت جورنال قد شكك بدوره في صحة عملنا على أرضية افتراضات مشابهة²³ تقوم هذه الانتقادات إلى افتراض أن سلطة المديرين العامين قد تراجع أثناء التسعينيات بفعل تحول مجالس الإدارة إلى صمم المزيد من الأعضاء المستقلين على حساب الأعضاء أصحاب المناصب. ولو كان سيماريو سلطة المديرين صحيحاً لاقتضى ذلك أن تراجع الأجور أثناء تلك الحقبة لأن تشهد ارتفاعات كبيرة وفق ما يرمعه المنتقدون.

غير أنه ليس مؤكداً على الإطلاق أن تعود المديرين قد تراجع فعلاً خلال التسعينيات. فبالرغم من التطورات التي طرأت على تركيبة مجالس الإدارة. نجد أن وسائل الدفاع المتاحة لأعضاء المجلس في مواجهة تحديثات الاستهلاء الخارجية قد تضررت بالمقابل أيضاً وهكذا فإن تكررات المديرين ومجالس الإدارة بالتهديد المائل في محاولات الاستهلاء الخارجية كان أثناء عقد التسعينيات أقل جداً منه أثناء العقد الذي سيمه.

كذلك فقد لاحظت الانتقادات الموجهة لعملنا السابق أيضاً أن ارتفاع التعويضات أثناء التسعينيات قد حدث في أعقاب تبني شروط الإشهار المشددة في العام 1992²⁴ وقد حاول المنتقدون استثمار هذه الحقيقة راعين أن تلك الريادة في الشفافية كان ينبغي لها أن تقود إلى انخفاض وليس إلى ارتفاع في مستويات الأجور. لو كان لسلطة المديرين بالفعل ذلك الدور المهم في تحديد تعويضاتهم.

إنما مؤيد معتقداً في أن ريادة الشفافية ينبغي أن تسهم في تقييد الأجور باضراض أن العوامل الأخرى بالغة حميمها على حالها. ولكن في الواقع كان هناك تغيرات أخرى في مدة التعويضات عملت على رفع الأجور بمعدلات أكبر بوضوح من الريادة اللزمة لتعديل أثر الإمعان في الإشهار وزيادة الشفافية. وببظرونا فإن ارتفاعات أجور المديرين أثناء التسعينيات قد جاءت بفعل تطورات طرأت على بيئة التعويضات. كترديد اهتمام حملة الأسهم بربط الأجور بالأداء والازدهار العام الذي شهدته أسواق الأوراق المالية- وقد تمكن المدبرون المتعديون من استثمار تلك التطورات لتحقيق المزيد من المكاسب الإضافية.

في أوائل التسعينيات عمدت المؤسسات الاستثمارية والهيئات الاتحادية المنظمة لحركة السوق بدعم من خبراء الاقتصاد المالي. إلى الضغط على الشركات لتحرير استخدام

برامج التمويل القائمة على قاعدة الأداء. وقد جاء إقرار المادة 162 (m) من قانون التصويت الاتحادي في العام 1992 التي تمنع إدخال التمويلات المقدمة لمدير م الذي تريد من المليون 5 للعام الواحد في حسابات المحصن المصرفي ما لم تكن التمويلات الرائدة مرتبطة بالأداء. بهدف تشجيع الشركات على استخدام هذا النوع من التمويلات

وقد عرف المدبرون كيف يسرعون لانصهم المكاسب من موجة الحماسة للتمويل القائمة على قاعدة الاداء. فقد اهانوا من مودهم في مجالس الإدارة للحصول على أجور اضافية ضخمة اتحدث شكل حيازات الاسهم دون ان يترتب على ذلك اي تعويضات مقابلة في تعويضاتهم النقدية في عالم يسود فيه مطلق مطال الدراع قد يوافق صاحب العمل في كثير من الاحيان على زيادة في قسم معين من رزمة التمويلات مقابل حصص مكافئ في قسم اخر من الرزمة. أما في عانم واقع الشركات. حيث تضعع التمويلات لمود المدبرين انصهم. فقد اسجاب اندبرون ومجالس الإدارة للذعوات المدنية بالتمويل القائمة على أساس حقوق الملكية بكل بساطة عبر اضافة تمويل من هذا النوع الى ترتيبات التمويلات القائمة بدلاً من الاستعانة من التمويلات عبر انحصاسة للأداء بتمويلات حقوق الملكية المرتبطة بالأداء

وفصلاً عن ذلك فقد اهان المدبرون من مودهم في تصمهم برامج الحيازات على النحو الذي يصمن لهم القدر الأكبر من المكاسب. وكما سوب بوصح لاحقاً فإن حطط لحيارات التقليدية لا تصمن الربط القوي بين اجور المدبرون وأدائهم الداتي بقدر ما تصمن للمدبرين بعدي ثمار المصادفة التي تتجسد في ارتفاعات اسعار الأسهم الماحمة كلاً عن حركية السوق والتطورات العامة التي يشهدا حقل العمل المعني. التي لا دور فيها للمدبرين انصهم على الإطلاق. وبالنسبة فإن المدبرين يحصلون مكاسب أكبر كثيراً مما كان ينبغي في حطط لحيارات المجدية أن تقدمه لهم

بالنظر الى الزيادات الهائلة التي طرأت على الأجور أثناء العقد الماضي قد يتساءل البعض من مستقدي وجهة نظرم لماذا لم يستخدم المدبرين. الكازنون بطبيعة الحال للمجرفة مودهم المرعوم في محاولة الحصول على زيادات في تعويضاتهم النقدية بدلاً من ان تنحصر تلك الزيادات في حيازات الاسهم. لو كانت القيمة الإحتمالية للتمويلات المتاحة ثابتة لكان

من المؤكد أن المديرين سيمضون الحصول على تلك الترميزات مقدماً وليس على صورة خيارات الأسهم. لكن المديرين لا سعيهم إلى زيادة أجورهم أثناء التسميات لم يكن لهم أن يشاروا بين ترميزات نقدية أصافية وترميزات قائمة على خيارات الأسهم مكافئة لها في القيمة التقديرية وبالمقابل فإن الحماسة الكبيرة التي أبدتها الأوساط الخارجية إزاء الترميزات القائمة على حقوق الملكية قد أعطت المديرين فرصة ذهبية لامتزاع ترميزات أصافية قائمة على خيارات الأسهم دون أن يقابل ذلك أي خصص في ترميزاتهم النقدية تحفظ التوازن ولو جرتاً في إجمالي قيمة الترميزات

وبالإضافة إلى ذلك، ونظراً لأن ترميزات خيارات الأسهم تفتح آفاقاً جديدة لتحسين حوافز الأداء، فإن استخدام برامج الخيارات قد مكّن الشركات من تسويق رزم الترميزات المقررة التي بلغت قمماً كانت ستشهد موجة عارمة من الضغط من شأنها أن تمارس دوراً رادعاً لو كانت قد احدثت شكل ترميزات نقدية في العام 2001. استطاع مدير عام شركة آبل الحصول على رزمة خيارات نجلورت قيمتها نصف المليار من الدولارات، وإن رافق ذلك بعض من صحف الاحتجاج²⁵ ومما لا شك فيه أن الترميزات النقدية من هذه المبرتبة لا تسر إلى اليوم خارج حدود النصوص. وكما سوف نلاحظ بالتفصيل في الفصل 11 فقد كان بمقدور الشركات الوصول إلى تصاميم أفضل لحفظ الخيارات من شأنها أن تحلّق القدر ذاته من الحوافز بتكاليف أصغر جداً عبر أن عناصر ثمار المصادفة الصغمة المخبأة بين طيات خطط الترميزات التي صمدت الشركات إلى استخدامها لم تكن واضحة وشفافة على النحو الكافي لافتتاج حقيقتها كترميزات عبر مصفوفة وغير موعدة وباحتصار فقد تمكّن المدبرون من استغلال التوجه العام لدى حملة الأسهم نحو زيادة حساسية الأجر لتأدياً - وكذلك أيضاً من استغلال سهولة الدفاع عن ترميزات الخيارات ونظميتها قانونياً حتى ولو كانت تقوم على خطط مغلوبة - لمحصلوا على مقادير غير مسبقة من الترميزات التي نعتار بدرجة كبيرة من الاستقلال عن أدائهم الدائري.

ومن جهة أخرى فإن الإردهار الذي شهدته سوق الأسهم أثناء التسميات شكل بدوره عاملاً مهماً ثانياً سبب في خدمة مصالح المديرين. لقد كانت ترميزات المديرين تاريخياً، ولا تسر إلى اليوم، مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالقيمة السوقية لرأس مال الشركة. مديرو

الشركات التي تملك رأس مال أكبر في السوق يحصلون عادة على تمويليات أكثر ارتفاعاً²⁶ وهكذا فإن النمو الكبير الذي شهدته سوق الأسهم في التسعينيات - والذي فاق لبعوم الكثير من الشركات ذات الأداء الضعيف فوق سطح الماء - قد أعطى معظم الشركات مسوغات مقبولة سمحت بتمرير زيادات ضخمة في الأجور

وبالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين وغيرهم من الأطراف الخارجية المعنية الأخرى يعتمدون دور على المصوم حساسية أقل آراء ترتيبات الأجور المبرطة والمشوهة أثناء أوقات الازدهار التي تحقق فيها الأسواق نمواً سريعاً. وهكذا فإن السوق الصاعدة أثناء التسعينيات - التي شهدت أكبر صعود عرفته الأسواق منذ عهد الركود - قد كان لها أثر كبير في إصاف قيود السخط وإعطاء المديرين ومجالس الإدارة هامشاً كبيراً من الحرية لدفع أجور المديرين أكثر مما كان معموله الأعلى. وبعبارة أخرى يمكن القول إن ازدهار سوق الأسهم قد لعب دوراً هاماً في زيادة الازدهار الكبير الذي شهدته تمويليات المديرين أثناء التسعينيات. وعلى العكس من ذلك فإن حملة الأسهم عندما يرون أن قيمة استثماراتهم ماضية في أعداد شديدة نحو الأسفل، يصبحون بطبيعة الحال أكثر شغلاً بمناخ أداء الجهاز الإداري وأقل استعداداً للتعاضد عما يرون فيه (بحق أو بغير حق) نجاحات من قبل ذلك الجهاز. وليس من قبيل المصادفة أن انتشر اجتمعات الكبيرة في أسواق الأسهم كثيراً ما يتهمها إصدار قوانين جديدة تعمل على وضع حد للممارسات التي يظن أنها عموماً على أنها مجاورات من قبل أصحاب المصائب²⁷ ومن هذا فإن توقف أجور المديرين منذ العام 2000، عن الاستمرار في تصاعدها السريع يرجع في جزء منه أيضاً إلى بعض التشديد الذي جلا على قيود السخط

تفسيرات بديلة للحقود غير المحددة

سوف يأتي في المصطلح القادمة على مناقشة العديد من سياسات التمويليات المختلفة التي تبدو غير محددة وبذلك أيضاً غير متوافقة مع التعاقب القائم على مطلق الادراع. وتلك السياسات تتفق بالمقابل مع سيناريو سلطة المديرين. ولكن قبل أن ننقل إلى الموضوع في تلك السياسات نود هنا أن نناقش اثنين من التفسيرات البديلة لسياسات التمويليات غير المحددة. وأن سلط الضوء على الاختلاف بين الاستنتاجات والتوقعات التي تنبثق عنهما وتلك التي تنبثق من سيناريو سلطة المديرين

المعايير والتقاليد

لا شك أن النزعة الطبيعية للانتماء بالمعايير والتقاليد السائدة تترك أثرها على سلوك الأفراد في مختلف المجالات أثناء السنوات الأخيرة اهتم العديد من الباحثين في شؤون القانون بدراسة الدور الذي نضطلع به المعايير على صعيد قانون الشركات. وكذلك أيضاً على صعيد حوكمة الشركات²⁸ من الطبيعي أن نتساءل عما إذا كانت المعايير تلعب دوراً فاعلاً في تحديد تمويزات المديرين، قد يذهب البعض إلى الحجة التي تقول إن التمويزات غير المجدية قد تنبثق إلى النور بوجه أو آخر ثم لا تلبث أن تصمد وتزور وجودها لأن مجالس الإدارة تميل بطبيعة الحال إلى اتباع سياسات تتسجم إلى حد بعيد مع السياسات السائدة في الشركات النظيرة. وذلك بعض النظر عما إذا كانت تلك السياسات مخدوم مصالح حملة الأسهم أم لا

أما نقتق مع وجهة النظر التي تقول إن الميل إلى الانتماء بالمعايير السائدة قد يلعب دوراً فاعلاً في قرارات مجلس الإدارة بشأن تمويزات المديرين، لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة سوف يبدون استعداداً أكبر للمصادقة على ترشيحات الأجور المشابهة لتلك التي تتبناها الشركات الأخرى. فخلق الكره بركب الجماعة لا يتطلب منه ذلك الجهد الكبير في التحليل والتفسير والتسويق ولا يتطلب منه تلك الدرجة من الثقة بسلامة حكمه الشخصي. مثل ما قد تتطلب منه محاولته خلق طريق جديد

ومن هنا فإن لجانب التمويزات ومجالس الإدارة تتأثر جميعها بالنزعة الطبيعية إلى الانتماء بالمعايير السائدة أو على الأقل إلى الظهور بمظهر من يلتزم بتلك المعايير

إن النزعة إلى الانتماء بالمعايير تحمل أي تغيير في الوضع الراهن - أي انتقال من نوازل إلى آخر - يسير بإيقاع أبطأ من الإيقاع الذي كان يسير به في حال غياب تلك النزعة وتطور ترشيحات الأجور ببساطة بالعمل ويحول إلى عملية شائكة ومطاطلة بعمل ميل لجانب التمويزات إلى الانسحاق بالترشيحات التقليدية الرائجة ومقاومتها لمحاولات الانحراف بعيداً عن سياسات الأجور السائدة

على أن النزعة إلى الانتماء بالمعايير لا يمكنها أن تقدم تفسيراً لسبل التي سلكتها ترشيحات التمويزات في تطوراتها السالمة كما أنها عاجزة أيضاً عن التنبؤ بالتطور المستقبلي لتلك

الترتيبات. إن المطالبة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بما هو سائد تبيّن فقط بأن الانتقال من تداول إلى آخر سوف يكون تدريجياً وبطيئاً لكنها لا مستطيع أن تقصر وصولنا إلى التوازن القائم ولا أن تتكهن بمطبعة التوازن الجديد الذي مسؤول إليه الحلل مستقبلاً

إن معادج تعويضات المديرين تعتبر بوجه كبير مع الزمن. بعض السياسات التي سوف تأتي على مفاصلها في حصول فادحة لم تخرج إلى النور أو لم تكسب أهميتها الكبيرة. إلا أنشاء العقد المانع، والمطالبة الناجمة عن الميل إلى التزام المظاهر لا يمكنها أن نجبرنا الكثير حول الأسباب التي دفعت بترتيبات الاجور الى السير في هذا الاتجاه دون سواه.

إذا أردنا أن نقدم توصية شاملاً لتعويضات المديرين فإن علينا أن نربط فرصة التزام المعايير والتقاليد مع واحدة من النظريات الأخرى كنظرية التعاقد على مثال الدراع أو نظرية سلطة المديرين. إن أي نظرية تجمع التزام المعايير مع سيناريو التعاقد على مثال الدراع سوف تتنبأ لمؤى السوق بالدور الأهم في تحديد مسار تطور ترتيبات تعويضات المديرين. وإن كانت ستشعر لمرعة التزام المعايير بدورها في تبليط ذلك التطور. وتنبأ لكل هذا النموذج قبل الظروف المتغيرة تحمل التوازن القائم يبدو أقل حموى من وقت إلى آخر. وعندما قبل قوى السوق سوف تعمل على دفع مجالس الإدارة إلى تبني ترتيبات تبدو أكثر حموى في ظل الظروف الجديدة. وبالرغم من أن مرعة التزام المعايير تحول دون التكيف المؤدي مع المتغيرات، فإن قوى السوق تدفع الترتيبات في الاتجاه الذي يضمن زيادة الجدوى بحيث يتم في نهاية المطاف القضاء كلياً على نقص الجدوى الذي أحدثته الظروف الجديدة.

وخلافاً لذلك فإن النظريات التي تجمع مرعة التزام المعايير مع سيناريو سلطة المديرين تتنبأ بأن تطور تعويضات المديرين لا بد أن يكون محكوماً، جبرئياً على الأقل، بمرعة المديرين إلى الاستئثار بالمكاسب المجانية. وعندما تعلق الظروف المتغيرة فرصة جديدة للاستئثار بمكاسب مجانية إضافية أو لتمويه المكاسب الزائدة على نحو أفضل فإن المديرين سوف يسمون على الفور إلى استعمال تلك الفرصة. أما المطالبة الناجمة عن مرعة الالتزام بالمعايير المساندة فإنها سوف تعمل على تبليط إيقاع تلك التغيرات، لكن التغيرات سوف تسير بطبيعة الحال في الاتجاهات التي تخدم مصالح المديرين لتعكس بذلك قدرة المديرين على أن يؤثروا في اجورهم بأنفسهم.

ببمعنى أن يؤكد هذا أن تصاريص تمويليات المديرين ليست ثابتة مع الزمن ولا عصية على التغيير. إن العديد من المحترفين الموهوبين - من مستشاري التمويلات إلى وكلاء الضرائب - يعملون دون كلل أو ملل على تطوير وصيغ وأمنية ترتيبات جديدة لأجور المديرين ليستقلوا بعد ذلك إلى العمل على إدخال تلك الترتيبات الجديدة عبر التتميد. سوف يناقش في الفصول القادمة طبعاً من سياسات التمويلات المرجح أنها غير مجدية لكنها محببة إلى قلوب المديرين، التي تطورت وانتشرت بسرعة كبيرة أثناء العقد الماضي أو ربما أثناء العقدين الماضيين. كذلك سوف يناقش بعض مقترحات التطوير التي من شأنها أن تقود إلى سياسات أجور أكثر جدوى، التي تم طرحها أثناء المدة ذاتها وشكلت مادة عمية لكثير من المناقشات. لكنها لم تتمكن من تثبيت جذورها على أرض الواقع.

ما الذي جعل الشركات تتبنى بكل سهولة الإبداعات الجديدة التي تعمق لها قلوب المديرين، وتوسع أبوابها بالمعامل في وجه الإبداعات الأخرى التي لا تروق لهؤلاء؟ إن المطالبة الناجمة عن الميل إلى الالتزام بالمعايير السائدة، في اقتراحاتها مع سياريزو التعاقد على مطلق الدراع، لا ينبغي لها على الإطلاق أن تقود على نحو منهجي إلى نتائج معادية للمديرين. بيد أن توجه التمهير في اتجاه معاداة المديرين يتسجم على كل حال مع عطالة التزام المعايير معتزلة مع سياريزو سلطة المديرين

الأخطاء وسوء الفهم

هناك تفسير طبيعي آخر لعقود التمويلات غير المجدية التحطاً البشري، حتى في محيط اقتصادي نمود حي يتلوص فيه ممثكو الشركة على مطلق الدراع، تقودهم في ذلك دوافع حقيقة للخروج بنتائج مجدية لا يجوز لها أن تعمل خفية أن هؤلاء معرضون شأنهم شأن غيرهم من البشر لارتكاب بعض الأخطاء. قد يسيئون الفهم قد يعطنون في الحساب. قد يعطنون في التقدير. وهم أيضاً عرضة للوقوع تحت تأثير مصادر المعلومات المضللة. وهذه الثغرات البشرية قد تتصاغر لتقود إلى تبني عقود تمويليات غير مجدية وقد أشار أحد المراقبين إلى هذا التفسير البديل لسررم التمويلات غير المجدية مستنداً ما عبارة: «المبالغة البريئة»²⁹

للقصود على تشويم موضوعي لهذا التفسير القائم على أساس الأخطاء البشرية علينا ان نتمعن أولاً حوية أولئك الأشخاص الذين يرتكبون تلك الأخطاء. أحد سمات ريوهات هذا التفسير يقوم على اضرار أن جميع الأشخاص المعنيين بعملية تحديد الاجور - من بينهم المدبرون، ومستشاروهم، وخبراء الترميمات - مشتركون معاً في ارتكاب الأخطاء لكن تفسير كهد يبدو غير مقبول على الإطلاق ولا سيما بالنظر الى ديمومة سياسات الترميمات عبر عجدية التي سأنفي على مناقشتها فيما يلي.

إن التشكلات التي ستقوم بمناقشتها ليست بالمفردة ولا بالصعبة التي تستعصي على الفهم. ومن غير المقبول أن تكون قد ظلت عاتية عن مدارك المدبرين ومستشاريهم الحدفين الذين يتقاصون اجوراً ضخمة لقاء ما يقدمونه من خدمات استشارية وفضلاً عن ذلك فإن سمات الأخطاء الجماعية هذا يعجز عن سويح حقيقة أن مظاهر الانحراف عن التقاعد على مثال الدراع نصب جميعها على نحو منهجي في خدمة مصالح المدبرين. إن الحماية البريئة - بمعنى أن تراجع مرة الانحراف في اتجاه بلائم أهواء المدبرين وأخرى في اتجاه آخر لا يروق لهم

في سبديو آخر من سمات ريوهات «الحماية البريئة»، يمكن وصفه بأنه أقرب بعض الشيء إلى الواقع، يتم التركيز على الاعضاء المستقرين في مجلس الإدارة الذين لا يهرون القرارات المتعلقة بالترميمات الا القليل من وقتهم إذ ليس لهم فيها الكثير مما يضربوه أو يربحونه قد يرغم بمصهم أن هؤلاء لم يتمكنوا من الوقوف على حقيقة بعض الثمرات في سياسات الترميمات التي سوف يأتي على مناقشتها لاحقاً في رد له على دراستنا السابقة، ومن ثم في مقالة لاحقة أعدنا بالتعاون مع براين هول، قدم كيف مور في تفسيراً من هذا القبيل - أطلق عليه اسم «سمات ريو الكلفة المدركة» - لطائفة انتشار حطوط المهارات التقليدية بالرغم من عيوبها البادية للعيان التي تجعل منها حططاً غير مجدية³⁰

إنه لأمر محير من وجهة نظر التقاعد على مثال الدراع، كما سوف يوضح في الفصل 11، أن حطوط المهارات التقليدية لا تميز الا القليل من الاهتمام بعثرة ارتشاعات أسمار الاسهم

المساعدة إلى الحركة العامة للسوق أو لحفظ العمل الحالي. يذهب هؤلاء ومؤيدوهم إلى الرغم بأن مجالس الإدارة أيضاً اعتمدت حطاً في الحيازات التقليدية بسبب عدم إدراكها للتكلفة الاقتصادية الحقيقية التي تترتب على تلك الحيازات بالنسبة لحملة الأسهم. نظراً لإمكانية تقديم الحيازات التقليدية دون أي اتفاق مبدئي، ولكونها لا تتطلب أي أعباء محاسبية، فقد جذبت تلك الحيازات في أعين مجالس الإدارة كمحيازات غير مكلفة وفق مراعى مؤيدوهم. وهو الأمر الذي جعل مجالس الإدارة تميل بقوة إلى استخدام هذا النوع من المحيازات قبل سواه. ومن جهة أخرى فإن الخيارات التي تهتم بعلامة ثمار المصادفة، وبالأحرى من أنها تعانر بالفعل بكلفة أدنى، قد بدت لمجالس الإدارة حطاً كمحيازات أكثر كلفة لأن الخيارات متوقعة ثمار المصادفة تمرر على الشركات أعباء محاسبية إضافية.

إنما نؤكد في أن أعضاء مجالس الإدارة يمكن أن يكسوا بالفعل قد فشلوا في إدراك أن الحيازات التقليدية تمرر تكاليف باهظة على حملة الأسهم الذين يتأملون بعسرة وأسى قيمة أسهمهم وهي تتساوى بعمل روم المحيازات السخية المدعومة للمديرين. كذلك فإننا نؤكد أيضاً في أن أعضاء مجالس الإدارة قد كانوا غير مدركين لحقيقة أن كلفة المحيازات التقليدية بالنسبة لحملة الأسهم تفوق بوضوح كلفة الخيارات التي تسمى بعلامة ارتفاعات أسعار الأسهم الناجمة عن عوامل منعصلة تماماً عن الجهود التي يبذلها المدبرون. لكن دعونا نمتصر في بهدف تتبع الحجة، أن السادة الاعضاء لدى بدء تفهمهم في المجلس وعلى الرغم من أن العديد منهم هم في الوقت ذاته مدبرون تقنيون أو شخصيات بارزة في عالم المال والأعمال - كانوا فعلاً غافلين عن الكلفة الحقيقية للمحيازات الاحتياطية. دعونا نمتصر في فوق ذلك أن مستشاري التوجيهات بدورهم قد نمر عليهم تعريف الأعضاء بتكاليف تلك المحيازات بعد دخول أولئك إلى المجلس في هذه الحالة يمكن القول إن احتمال الإدراك الحائض من قبل أعضاء المجلس يمثل في أحسن الأحوال دليلاً إضافياً على صحة سيناريو سلطة المديرين، وليس تفسيراً بديلاً يمكن أن يحل محل ذلك السيناريو.

كما سبق أن أوضحنا من قبل فإن هناك العديد من الأسباب التي تقصر فشل مجالس الإدارة في فهم من ترهبات توضيحات تضمن خدمة مصالح حملة الأسهم على النحو الأمثل.

فأعضاء مجلس الإدارة لديهم في الغالب دوافع مالية وأخرى غير مالية تحثهم لتسعي إلى إرضاء المدير العام أو على الأقل لتجنب ما من شأنه أن يضره. وحتى في حال غياب تلك الدوافع فإن هناك جملة من العوامل الاجتماعية والتنمسية لمرجع أن تقوم أعضاء المجلس إلى حماية المديرين التمهيديين. وبالإضافة إلى هذا وداند فإن أعضاء المجلس يمتثلون إلى الوقت الكافي والمعلومات اللازمة للبحث في ترتيبات الترميمات الترميمات الأكثر جدوى ومناقشتها مع المديرين التمهيديين. وإدراكهم الحاصل لكلمة الحيارات يقدم بعد داته مثلاً يعبر خير تعبير عن تلك المشكلة.

بالنسبة للعديد من الآخرين قد لا يهم على الإطلاق ما إذا كانت سلطة المديرين على ترميماتهم الشخصية تابعة من مزية مجلس الإدارة أم من سداجة أعضاء المجلس. سواء كانت المشكلة مشكلة محسوبيات واعية أو حماقة بريئة أو مزيج من كلا الاثنين معاً فإن النقطة المهمة هنا هي أن أعضاء المجلس كانوا مستعدين إلى حد ما للمصادقة على ترتيبات حيارات تحابي المديرين على حساب حملة الأسهم.

لكن هيم يخص بعض الاعراض الأخرى كمر من تطوير ترتيبات الترميمات على سبيل المثال - قد يكون بالمقابل مهماً جداً أن نعتبر ما إذا كانت العقود غير المتجددة تابعة من محسوبيات الواعية أم من حماقة البريئة. لو كان الإدراك الخاص هو المنبع الوحيد لما شهدناه في الماضي من اعتماد عن منطق التماقد على مطال الدراع على سبيل المثال لكن بمقدور المراقبين الخارجيين أن يصححوا التصورات الملوطة بكل بساطة عبر إيصال الأمر لأعضاء مجالس الإدارة أو عبر درويد هؤلاء بمعلومات أكثر صحة وشمولاً وصولاً إلى ترتيبات أهرب كثيراً من الترميمات المتجددة المقترحة بلوغها في تقاوص مثالي على مطال الدراع.

لذلك فإن من المعيد أن نلاحظ هنا بإيجاز أن سلطة المديرين الذاتية على أجورهم لم تبلغ ما بلغته فتقد يعمل الحماقات البريئة التي يدرب عن أعضاء مجالس الإدارة وأما بصاً جريئاً على الأقل. بعض ميل أعضاء المجالس إلى حماية المديرين. حتى لو فرضنا أن فشل الشركات في فترة ثمار المصادقة يعود كلياً إلى إدراك أعضاء مجالس الحماقات للتكاليف التي تتقرب على الحيارات التقليدية فإن حماية المديرين قد تجت في أشكال

عديدة أخرى ليس من السهل أن نجد التفسير الكفيل بإزاحتها عن الطاولة فإساءة الفهم والتقدير لا يمكنها أن تفسر على سبيل المثال مثابرة الشركات على تقديم برامج التقاعد وقروض المديرين بطرائق تبدو كأنها قد سميت خصيصاً بحيث تغطي الأعين عن حقيقة حجم التحويلات.

ثم لو فرضنا أن المديرين لم يكن لهم أن يؤثروا إلا أجورهم، وأنهم كانوا يستقينون ببساطة من سوء الفهم والتقدير لدى أعضاء مجالس الإدارة، لما كان لنا أن نطوع وجود أي وجه من وجود الترابط بين أحوز المديرين من جهة وما يتمتعون به من سلطة ونموذ من جهة أخرى. لكن، وكما سمعنا في الفصل القادم، هناك دلائل قوية تشير إلى وجود هذا الترابط. إن ما تقدم يشير بقوة إلى أن مهل أعضاء مجالس الإدارة إلى معايضة المديرين. وليس ببساطة إزاحتهم الحاطن، هو العامل الذي لعب الدور الأكثر أهمية في تحديد معالم ترميزات التحويلات.

6 العلاقة بين السلطة والأجر

إننا نلاحظ أن تمويضات المدير العام تبلغ مستويات أعلى عندما يكون أعضاء المجلس

الخارجيون معتمدين من قبل المدير العام ذاته

من دراسة تجريبية أجريت في العام 1999 من

قبل جون كوز وروبرت هوكنها وزد وديفيد لاركر

يتمتع المديرون العموميون عادة في الشركات ذات الملكية خوصصة التي لا يملك فيها أي من المساهمين ما يكفي من الأسهم للدخول في صنع القرار بقدر كاف من السلطة والنفوذ يتيح لهم الحصول على تمويضات أعلى وهامش حرية أكبر ممّا تسمح به الترتيبات القائمة على مطالب الدواخ. غير أن حجم نمود المديرين ليس واحداً في جميع تلك الشركات. يتنبأ سماريو سلطة المديرين على روم التمويضات لا بد أن تكون أكثر معجوبة للمديرين - أي إلى الأحرار لا بد أن تكون أعلى و/أو أقل حساسية للاداء - في الشركات التي يتمتع فيها المديرون بقدر أكبر من السلطة والنفوذ. بافتراض أن الموال الأخرى باقية جميعها على حالها فإن المديرين يملكون سلطة أكبر عندما (1) يكون مجلس الإدارة معصياً أو غير فاعل. (2) لا يكون بين المساهمين من يملك حصة كبيرة من الأسهم. (3) يكون أسهام المستثمرين المؤسساتيين صميمة (4) يكون المديرون معصيين بترتيبات مضادة لمحاولات الاستيلاء الخارجية. تبين الدلائل التجريبية أن كلاً من هذه الموال يؤثر فعلاً في تمويضات المديرين على النحو الذي يتنبأ به التنبيل المعتمد على سلطة المديرين

قوة مجالس الإدارة واستقلاليتها

بالرغم من أن المدير العام يملك عموماً القدرة على التأثير في مجلس الإدارة فإن درجة تأثيره تختلف من شركة إلى أخرى تبعاً للقوة النسبية التي يتمتع بها المجلس. تشير الوقائع

التجريبية إلى أن المديرين العامين يحصلون على ترشيحات أجور أكثر محاسبة كلما كانوا أكثر قوة وبمواداً مقابل مجالس الإدارة.

وعلى العكس فإن قوة المدير العام وسلطته تتعاظمان بزيادة حجم مجلس الإدارة. إذ أن مجالس الإدارة الكبيرة تعتمد على التماسك لأن المسؤولية، تضع ببساطة بين ذلك العدد الكبير من الأعضاء فلا يشعر أي منهم بالدافع الحقيقي لتركيز اهتمامه على شؤون الشركة بوجه عام وعلى ترشيحات الأجور بوجه خاص. كذلك فإن أعضاء المجالس الصغيرة أقل تأثراً في قراراتهم بخلاف سخط الأوساط العامة. فكلما اتسع حجم المجالس أكثر أصبح توجيه السخط نحو عضو بمهية أكثر صعوبة بالنسبة للمرشحين الخارجيين. وبالإضافة إلى ذلك فإن الأعضاء الذين قد يكرهون في التصدي للمدير العام هيما يخص توبيخاته أو غيرها من التنصيات سوف يجدون صعوبة أكبر في إقناع غالبية الأعضاء وكسب تأييدهم كلما كان المجلس أكبر وأكثر تشتتاً. هذه الأسباب مجتمعة تعطي المديرين في الشركات ذات المجالس الصغيرة عموماً المزيد من السلطة والتمرد وتريد من هرسهم في التفرع بترشيحات أجور أكثر محاسبة. وبالمثل فقد وجد جون كوز و روبرت هولنهاور و ديفيد لاركر أن توبيخات المدير العام تأخذ هيماً أكبر كلما اتسع حجم مجلس الإدارة أكثر¹ وبصورة مشابهة فقد كشفت دراسة قام بها ديفيد بيرماك أن حساسية الأجور للأداء تتراجع بدورها أيضاً مع ازدياد حجم المجلس²

كذلك فإن وجود أعضاء يشغلون في الوقت ذاته عضوية العديد من المجالس ويؤورعون اهتمامهم من ثم على العديد من الشركات مما يصعب من تركيزهم على قضايا شركة بعينها. من شأنه أيضاً أن يسهم في زيادة القوة النسبية للمدير العام³ وبموجب ذلك فإن من المتوقع أن تكون ترشيحات الأجور أكثر محاسبة للمدير العام كلما ازدادت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين الذين يتمتعون بمصوبة مصانة في مجالس إدارة العديد من الشركات. وبالمثل فإن الدراسة التي قام بها كوز وهولنهاور ولاركر تسوق وقائع تجريبية تتفق تماماً مع هذه التوقعات. تبين هذه الدراسة أن توبيخات المدير العام تزداد. بالفترض ثبات جميع العوامل الأخرى. مع ازدياد عدد الأعضاء الخارجيين الذين يتمتعون بمصوبة مصانة في ثلاثة أو أكثر من مجالس إدارة الشركات الأخرى⁴

ومن جهة أخرى فإن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة من المتوقع أن يتمتع بصريدي من القوة والنفوذ. رئيس مجلس الإدارة يدير اجتماعات المجلس ويحدد تلك الاجتماعات جدول أعمالها. ومن هنا فإن من غير المجاز أن نجد المديرين العاميين الذين يشغلون في الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس أهل تمريضاً لحظر الإقالة على يد المجلس بسبب منصب الأداء⁹. لذلك فإننا نتوقع أيضاً أن المدير العام الذي يشغل في الوقت ذاته منصب رئاسة مجلس سوف يحصل على ترهيبات أجور أكثر معايادة وبالمثل فإن العديد من الدراسات التجريبية تخلص إلى أن تعويضات المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في حالة المديرين الذين يجمعون بين كلا المنصبين¹⁰.

كذلك فإن وجود الأعضاء الذين تربطهم بالمدير العام علاقات شخصية، أو الذين يستشعرون شيئاً من الواجب أو المديونية تجاه المدير العام قد يزيد بدوره أيضاً من سلطة المدير العام ويؤدده. تبين الدراسات أن أجور المدير تكون أعلى، وحظوظه في الفوز بجوائز الهبوط اللطيف، بمظلة ذهبية، أوفر، كلما ازداد عدد الأعضاء الخارجيين الذين تم تعيينهم في المجلس أثناء عهده - والذين قد يشعرون تجاهه بصريدي من مشاعر المرفان أو المديونية⁷ وبصورة مشابهة نجد أيضاً أن حساسية أجور المدير العام لأداء الشركة تضيف كنما طائل عهد المدير في منصبه - أي كلما ازداد احتمال تعيين أعضاء لمجلس في ظل رأيه⁸.

وبدوره فإن تشابك عضوية لجائس من شأنه أن يزيد أيضاً من قدرة المدير على التأثير في مجلس الإدارة. كذلك فإن تشابك العضوية على مستوى المديرين العاميين - أي عندما يكون مدير عام الشركة 1 عضواً في مجلس إدارة الشركة ب. ومدير عام الشركة ب عضواً في مجلس إدارة أ - يزيد من سلطة كلا المديرين على مجلس إدارة الشركة التي يديرها. وفي توافق تام مع توقعات سيناريو سلطة المديرين تبين الوظائف أن أجور المدير العام تبدي ارتفاعاً واضحاً في الشركات التي تصمم مجالس إدارتها أعضاء متشابكي العضوية⁹.

وبالانتقال من المجلس إلى لجنة التعويضات نجد أن تركيبة لجنة التعويضات تؤثر بعدد ذاتها في بنية منظومة أجور المدير العام على النحو الذي تقتضيه وجهة النظر القائلة على سلطة المديرين. أولاً أجور المدير العام تزداد بوضوح عندما يكون رئيس لجنة التعويضات قد تم تعيينه في عهد المدير العام ذاته¹⁰ ثانياً حساسية الأجر للآداء تضيف بوضوح عندما

يكون أحد أعضاء اللجنة على الأقل عضواً داخلها أي من أصحاب المصائب في الشركة ومن ثم من مرفوعي المدير العام التنفيذي¹¹ وأخيراً فإن أعضاء لجنة الترميمات الذين يملكون حصصاً كبيرة من أسهم الشركة من المتوقع أن يكونوا أكثر اهتماماً بقضايا الشركة وأكثر حرصاً على قيمة رأس المال المسهم. وبالفعل فإن إحدى الدراسات تؤكد أن أجور المدير العام تتأثر سلباً بملكية أعضاء لجنة الترميمات من أسهم الشركة¹².

وجود حملة الكتل الخارجية

إن وجود المسهمين الخارجيين الذين يملكون كلاً ضخماً من أسهم الشركة لا بد أن يكون له أثره على حجم ما يتمتع به المديرون من قوة ويمود. فالمسهم الذي يملك كتلة كبيرة من الأسهم لديه دوافع قوية لرصد تحركات الجهاز الإداري وبديل المريد من الجهد من أجل تقليص حرية المديرين في استنفاذ فرص الكسب على حساب رأس المال المسهم. ومثل هذه الدوافع يصب في تناقض عندما تنشأ كتلة الأسهم ذاتها بين عدد كبير من المسهمين¹³ ومن هنا فإن سيناريو سلطة المديرين يتقياً بأن وجود مسهم يملك كتلة كبيرة من أسهم الشركة حتى إن لم يكن يستحوذ على الحصة التي لدخوله المشاركة في صنع القرار سوف يصب في قدرة المديرين على الاستئثار بترتيبات الترميمات المعايمة

وقد تمررت مسحة هذه التوقعات عبر دراسة كشفت أن هناك علاقة سلبية بين حجم ملكية كبير المسهمين في الشركة من جهة وتمويلات المدير العام من جهة أخرى. وقد خلصت الدراسة إلى أن وجود مسهم يملك حصة من الأسهم تفوق ملكية المدير العام من أصول الشركة يخفض تمويلات المدير العام وسلباً بمقدار 5 بالمئة¹⁴ كذلك فإن دراستين أخريين قد عينا باستكشاف أثر وجود مسهم كبير (باستثناء المدير العام نفسه) يملك كتلة تفوق 5 بالمئة من أسهم الشركة على تمويلات المدير العام. وقد خلصت كلتا الدراستين إلى أن وجود مسهم من هذا الطراز يخفض بوضوح تمويلات المدير العام¹⁵

وكما هو متوقع فقد وجدت تلك الدراسات أيضاً أن الأجور يبدى حساسية أقل للانداء في الشركات التي تقتصر على مسهم خارجي يستحوذ أكثر من 5 بالمئة من أسهم الشركة¹⁶ إن من المفيد أن نوضح هنا أن سيناريو التناقض على مطلق الدراع لا يملك تصبراً مثل هذه

العلاقة. فمشكلات التوكيد غالباً ما تكون أكثر حدة في ظل غياب حملة التكتل الخارجي. لذلك فإن نموذج التعلق على مطلق الدراع إذا ما شاء، إضفاء نمسه في تحليل حالة كهده. لن يسمعه إلا أن يتوقع أن مجلس الإدارة سوف يذهب في هذه الحالة إلى زيادة حساسية الأجر للاداء بعبء تجهيد مشكلات التوكيد المتنافسة

كذلك من المبدء هنا أن نتطرق إلى دراسة تجريبية ابداعية قامت بها ماريان برتراند و سندهين ميلش وقد منا عبرها إثنائاً، صافياً على أن محور المديرين أقل حساسية للاداء في الشركات التي تقتصر إلى المسهمي الخارجي الكبار¹⁷ اهتمت هذه الدراسة باسكتشاف ما إذا كان وجود مسهم يملك 5 بالمئة (أو أكثر) من اسهم الشركة يؤثر بوجه أو بأخر في احتمال وألية حصول المديرين على ثمرات مجزية لقاء الحظ السعيد. - أي إجراء تطورات ايجابية في أداء الشركة لا بد لهم فيها وقد وجدت الدراسة أن المديرين العامين في الشركات التي تقتصر إلى المسهمي الخارجي الكبار هم بالعمل الاوفر حظاً في الحصول على تلك المكافآت القائمة على الحظ. وفي دراسة أخرى كشفت الباحثان داتهما عن أن المديرين العامين في الشركات التي تقتصر إلى المسهمي الكبار يتمتعون لتعميمات أصغر في تمويضاتهم المقدمة مقابل زيادة تمويضاتهم القائمة على خيارات الأسهم¹⁸

إن الدلائل التي يقدمها المسهون الخارجيون كمقاييس لسلطة المديرين لا تتوقف على وجود المسهم الخارجي الكبير أو عبايه وإنما تتعلق أيضاً بحصة المستثمرين المؤسساتيين من أسهم الشركة بالرغم من أن المستثمرين المؤسساتيين لا يميلون عادة إلى التنازع مع الجهاز الإداري حول قضايا الأجور فهم عموماً أكثر تقيظاً وهدراً من المستثمرين الأفراد الذين مايزاً ما يجتمع لاحدهم ما يستحق الصاء من أصول أي من الشركات التي يستثمر فيها

في دراسة تناولت شركات اس في بي أثناء التسعينيات وجد جي هارمرل و لاورا ستاركس أن زيادة تركيز الملكية المؤسساتية تقود إلى خفض تمويضات المديرين وإنما أيضاً إلى أجور أكثر حساسية للاداء¹⁹ تبين هذه الدراسة التجريبية أن وجود المستثمرين المؤسساتيين يعبء في خفض الأجور الرائدة وكذلك أيضاً في تقليص هامش التراضي والإيمان عند المديرين. تذهب دراسة أخرى قام بها بارثيان ديليد و دازول كوشنر و ادورده ليفيتاس

الى الممهر بين طائفتين من المسهين المؤسسين تضم للطائفة الاولى اولئك الذين لا تربطهم بالشركة أي علاقات عمل أخرى ولذلك فإن اهتمامهم ينحصر فقط في قيمة أسهم الشركة (مؤسسات مقاومة للضغط) أما الطائفة الثانية فتضم المؤسسات التي ترتبط بالشركة بعلاقات عمل اضافية (كإدارة صندوق التقاعد مثلاً)، الامر الذي يجعلها عرضة للتأثر بالضغط التي قد تمارسها إدارة الشركة (مؤسسات حساسة للضغط) وكما تمهد تميؤات سباريو سلطة المديرين فقد تبين أن أجور المدير العام تبدي ترابطاً سلبياً مع حصة المستثمرين المؤسسين المقاميين للضغط وترابطاً ايجابياً مع حصة المستثمرين الحساسين للضغط²⁰

الحماية المضادة لمحاولات الاستيلاء

صحيح أن بورصة حكم الشركات -التهديد المائل في محاولات الاستيلاء الخارجية- تقتصر إلى الضوء اللامعة للسهولة دون الانصراف عن التعاقد على مطلق الدراع، إلا أنها تركز مع ذلك بعض القيود على موعة المديرين الى الاستئثار بترتيبات الأجور المعفاية وفدرتهم على تحقيق ذلك وثبناً لهذه الرؤية فإن من المرجح أن ترفع ترميزات اصحاب المناصب وتراجع حساباتها للأداء أكثر فأكثر كلما اردت الحصانة التي يتمتعون بها في مواجهة محاولات الاستيلاء الخارجية

بينت دراسة قام بها كيميث بوروكوفيتش و كيلي برومارسكي و روبرت بارينو أن ترميزات المديرين العاميين تبدي بالفعل ارتفاعاً واصحاً عقب افراز شركائهم بنوداً مضادة لمحاولات الاستيلاء - أي أحكاماً تقلل من انكشاف المديرين العاميين على خطر المفاضة عبر عروض الاستيلاء الخارجية²¹ وهذه الحقيقة عصبية على التفسير ضمن إطار نموذج التعاقد على مطلق الدراع إذ إن زيادة حصانة المناصب ينبغي أن تسود هنا إلى حمص أجور المديرين بما يتناسب مع تراجع حجم تكاليف المخاطرة²²

كذلك فقد كشفت دراسة أخرى عن أن المديرين العاميين الذين يحصلون على الحصانة المرجوة عبر ترمي شركائهم بشرعيات مضادة لعروض الاستيلاء -معمدون غالباً الى تقليص ملكيتهم من أسهم الشركة في انعكاس جلي لتحقيق أنهم معطرون الى ملكية أسهم الشركة في

المقام الأول كوسيلة للحفاظ على مصالحهم²³ هذه الظاهرة بدورها بتعدد تفسيرها أيضاً ضمن إطار مودج التعاقد على مطلق الدراع. وفي الحقيقة فإن مودج التعاقد على مطلق الدراع يقتضي بأن يتوقع عكس ذلك تماماً، فالمجلس الإدارة الحرص على حماية مصالح حملة الأسهم يعني أن يدفع بالمدبر العام بعد تحصينه بتشريعات مضادة للاستيلاء، إلى توسيع حصته من أسهم الشركة وذلك انطلاقاً من ضرورة الحفاظ على التوازن التي تحتلها أسهم العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم.

من المهم أن نلاحظ هنا أيضاً أن المديرين الأقل انكشافاً على خطر هروص الاستيلاء، يميلون عادة إلى الإفادة من سلطتهم بطرائق عديدة أخرى. هنالك العديد من الدراسات التي تبين أن المديرين العامين عندما يحصلون على الحصانة المرجوة، عبر قوانين حارمة مضادة للاستيلاء، أو عبر تصميم ميثاق الشركة بهدف مضادة للاستيلاء، يصيحبون أقل فاعلية في عملية خلق القيمة التي يبعد منها حملة الأسهم²⁴ تبين إحدى الدراسات أن تراجع حوصم المديرين على مصالحهم من التهديد المائل في خطر الاستيلاء، يترافق عادة مع تراجع واضح في فاعلية أداء الشركة وانحسار في هوامش الربح، وانطباعاً في معدل نمو المبيعات²⁵ كما تشير الدراسة ذاتها إلى أن تحسين المديرين ضد التهديد المائل في محاولات الاستيلاء يترافق أيضاً مع زيادة واضحة في حجم مكاسبهم الشخصية ويميل أشد إلى سياسة التوسع الإمبراطوري.

حجة المديرين الجدد

في انتقاد لمعنا السابق، يسلط كيرش مورج في الضوء على ظاهرة برغم أنها تتناقض مع ما يبين به سيماريو سلطة المديرين²⁶ فقد وجد مورج أن المديرين العامين المصممين حديثاً من خارج الشركات المصنعة يتقاضون في عامهم الأول ما يقارب ضعف ما يتقاضاه نظرائهم الذين ارتقوا بمناصبهم من داخل صنوف شركاتهم. وحسب مراعيم مورج فإن أولئك المديرين الخارجيين لم ينس لهم بعد امتلاك القوة والنموذج ليكون لهم ذلك التأثير الداني على أجورهم الأمر الذي يصح نمويصاتهم 'المرتفعة في تناقض صريح مع الفرضية القائلة على سلطة المديرين

غير أنما وكما أوضحنا في الفصل 2 لا يمكننا أن نتوقع من مجالس الإدارة أن تتفاوض على مطلق درأعها حتى مع مرشح خارجي لمنصب المدير العام أو لا يمكن إغفال حقيقة أن أعضاء المجلس في تقاوصهم مع المدير العام الجديد المحتمل سوف يحدّون في حساباتهم أن الشخص الذي امامهم، إذا ما تمسّى له المور بذلك المنصب، سوف يكون له نفوذ كبير فيما يخص إعادة تسميتهم لعضوية المجلس وكذلك أيضاً فيما يخص تعويضاتهم وبالإضافة إلى ذلك فإن أعضاء المجلس يتركون أيضاً أن الشخص الذي يعاوصونه اليوم على تعويضاته سرعان ما سيصبح قائد الشركة وواحداً من زملائهم - أي أن المدير الجديد هو باختيار شخص سيكون من الأفضل لهم أن تربطهم به علاقات رمالّة طيبة وهذا يسهم بطريقة الحال في إصعاف دوافع أعضاء المجلس للدخول في تقاوص على مطلق الدراغ مع ذلك الشخص المرشح لأن يكون مديرهم العام القادم.

إننا نتفق مع صورة بوجه لو بأحر على أن المرشحين الخارجيين لمنصب المدير العام لا يملكون من السلطة والموارد للتأثير في أجورهم المستقبلية المرتبطة بما يملكه نظر الزعم المرشحيون الداخليون وسيتأريو سلطة المديرين يفترون بالفعل أن المديرين ذوي النفوذ الأصعب يهبطون أن يحصلوا على تعويضات أقلّ محاياة من تلك التي يظفرون بها نظر الزعم ذوو النفوذ الأقوى. إذا ما تقاوصوا معهم في جميع الجوانب الأخرى، غير أن الواقع يقول أن طريقة المقارنة التي يجرها مور في بين المرشحين الخارجيين والداخليين مختلفين ببساطة في جميع تلك الجوانب الأخرى. وسهماريو سلطة المديرين لا يرفعهم على الإطلاق بأن السلطة هي المقياس الوحيد الذي يحدد أجور المديرين. هناك معايير شخصية عديدة - كتقدرات المدير ومهاراته، وموقفه التفاوضي - لا شك أنها تؤثر أيضاً في تعويضات المديرين. ومن المرجح أن تختلف شريحة المرشحين الخارجيين عموماً عن شرائح المرشحين الداخليين على صعيد تلك الأبعاد الإضافية للمقارنة.

تمثل الشركات عموماً إلى المبادئ مع مديريين من داخل صموفها إذا ما تمكنت من إيجاد المرشح المناسب. وهي تقضل المديرين الداخليين بسبب إلزام أحدهم بشؤون شركته وربما أيضاً بسبب علاقات وأحدهم تقاضية أصلاً مع أعضاء مجلس الإدارة. وبالنتيجة فإن 75 إلى 80 بالمئة من المديرين العاملين يتم تعيينهم داخلياً²⁷ وبمعدل ممانعة غالبية المجالس

لتوسيع دائرة البحث خارج حدود الشركة، فإن مجلس الإدارة ليس يتفاد عموماً مع شخص من خارج الشركة إلا إذا كان ذلك الشخص يتولى بوضوح في مقدراته على عموم مرشحي الداخلين. وبالنتيجة فإن المديرين الجدد المعينين من خارج الشركة يشكلون عموماً شريحة أكثر قوة. ومضلاً عن ذلك فإن المديرين الجدد المعينين من خارج الشركة كثيراً ما يكونون أصلاً مدبرين عامين سابقين في شركات أخرى، أما المرشحين الداخلين منهم بالتميز لا يتمتعون بمثل ذلك الخاصية المربحة. وأولئك المرشحين الخارجيين، الذين هم أصلاً مدبرون عامين في شركات أخرى، يستعدون مواقفهم بحائية للاستئثار ببعض المكاسب المجانية، والشركات التي تأمل بالتمتع معهم لا بد لها من أن تعرض عليهم ما يموصلهم عن تلك المكاسب، وخلافاً لذلك فليس هناك حاجة لأي توضيحات من هذا القبيل في حالة المرشحين الداخلين، إذ إن هؤلاء ليس لديهم أصلاً أي مكاسب يضحون بها بتوليهم منصب مدير العام. ومن هنا فإن حقيقة أن المديرين الخارجيين يتقاضون أجوراً أعلى من نظرائهم الداخلين لا تقدم أي حجة مافضة لسيادة سلطة المديرين.

الصورة

إن الدراسات التجريبية العديدة التي اتبعت على ذكرها في هذا الفصل تتكامل جميعها لتعطي صورة جلية واضحة هناك دلائل تجريبية تؤكد وجود رابط قوي بين سلطة المديرين وأجورهم، كلما كان مديرين يتمتعون بسلطة أكبر كانت توضيحاتهم تطوي على المزيد من الحماية

وخلافاً للفرضية العظمى من خبراء الاقتصاد المالي لمعظم بعسالة توضيحات المديرين فقد استنتج بعض الباحثين من القدامى على تلك الدراسات أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمثل ظاهرة استثنائية معصورة في حالة المديرين الذين يتمتعون بقدر هائل من السلطة فقد خلصت برتراند وديش على سبيل المثال إلى استنتاج مضاد أن هناك من يتشبه الرتبة من على وجه التحديد في الشركات التي تقتصر إلى مسهم كبير يملك بمفرده ما لا يقل عن 5 بالمئة من الأسهم²⁸ ومن الواضح أن الباحثين يعتقد أن الاستئثار بالمكاسب المجانية لا يمكن أن يحدث إلا في ظل غياب المسهمين الكبار من ذلك الظنار

وحلأناً لذلك فإننا نرى، ولا سيما بعد أن أدركنا حقيقة العلاقة بين السلطة والمكاسب، أن المديرين لا يد أن يستأثروا بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية حتى في الشركات التي نصمم بين حملة الأسهم من يستهود بمفرده أكثر من 5 بالمئة من الأصول لا شك في أن سلطة المديرين في تلك الشركات سوف تكون بوجه أو يأخر أضعف من سلطة نظرائهم في الشركات التي تقتصر إلى المسهمين الكبار لكنهم سوف يملكون على كل حال قدراً لا بأس به من السلطة والتفوذ

لنأخذ مثلاً واحداً من حملة الأسهم الخارجيين يستهود بمفرده على 5 بالمئة أو حتى على 10 بالمئة من أصول الشركة. إن مسهماً من هذا النوع قد يملك بالفعل بعض النفوذ لكن بصود أن يبلغ على الأرجح من القوة ما قد يكفي لتهديد عروش الجهاز الإداري. ولا سيما إذا ما أحدياً بالمسجل ما يتمتع به المديرين عادة من قوة دفاعية في مواجهة محاولات الاستيلاء ومن ملاحيات تتيج لهم إمكانية التحكم إلى حد بعيد بسير العملية الانتخابية. إن من المرجح أن يظل المديرين في مثل هذه الحالة معتمدين بقدر لا يمكن إعماله من السلطة - وإن يكونوا من ثم في موقع يسمح لهم بالتفكر بقدر لا بأس به من المكاسب المجانية

وبالمثل فإن سياسات التعويضات التي سوف تأتي على مناقشتها في فصول لاحقة من الكتاب - سياسات تمكس واقعاً تسود مظاهر السلطة والتمويه - لا تقف عند حدود الشركات التي تقتصر إلى مسهم كبير يملك بمفرده 5 بالمئة أو أكثر من أسهم الشركة بل إن تلك السياسات مألوفة ورائجة حتى على صعيد الشركات التي نصمم بين صمود مسهميها واحداً أو أكثر من حملة الكتل الوارثة أو التي يملك المستثمرون المؤسساتيون حصة كبيرة من أسهمها تبي لنا هذه الصورة أن الاستئثار بالمكاسب المجانية يمكن أن يحدث وإن بدرجة أقل حتى على صعيد الشركات التي تصمم فيها سلطة المديرين سيماً نتيجة الحضور القوي لحملة الكتل أو للمستثمرين المؤسساتيين.

7 نفوذ المديرين في ساعة الرحيل

طلبني هذا أن أشرح مجلس الإدارة في أن يكون المدير العام المقادير بعد رحيله من الشركة صديقا وليس خصما

محامي خبر في القانون الشركات

في مقابلة أجرتها مع مجلة فورشي 2000

يحصل المدبرون المقادرون مادة على عطاءات سخية تقدمها لهم شركائهم في الاسامات الاخيرة من عهدهم فيها وفي حين ان بعضاً من تلك العطاءات المرتبطة بالرحيل منصوح عليه في عقد العمل المبرم بين الشركة والمدير فإن اهتماماً ينصب في هذا الفصل على عطاءات الرحيل المجانية - أي العطاءات التي لم يكن منصوحاً عليها في العقد حين قرر المدير المغادرة (أو حين طلب منه المجلس ذلك) هذه العطاءات المجانية يتم إقرارها على مسؤولية مجلس الإدارة وتقدم اليه على شكل مكافآت اضافية تصاعف ببساطة التي زرمة الترميمات المنصوح عليها في العقد وكما سمافش في فقرات هذا الفصل فإن المدير العام المقادير كثيراً ما يحصل على عطاءات مجانية من هذا النوع (1) عند إقلائه (2) عندما يوافق على عرض لضم الشركة من قبل شركة أخرى (3) عندما يتقاعد

وفد اخذت العطاءات والمكاسب المجانية المقدمة للمدبرين المقادرين اشكالاً عديدة، بما في ذلك اعفاء المدير المقادير من تسديد القروض المقدمة له، تسريع استحقاق الحيازات والأسهم المتخيدة، زيادات على ترميمات التقاعد (عبر اهداء المدير بعضاً من سموات الخدمة الإضافية على سبيل المثال)، مكافآت بقدية استثنائية وعود بمقود استشارية من شأنها أن تضمن للمدير المقادير ترميمات سنوية سخية مقابل القليل من الجهد وأحياناً دون أي مقابل.

معظم العاملين يحصلون عند التقاعد أو الإقالة على استحقاقات نهاية الخدمة المنصوص عليها في العقد ولا شيء مولهها يستحق التذكّر ولا يمكننا أن نتطوّر من صاحب العمل. في علاقة قائمة على مطلق الدراع، أن يصدق على العاملين الممارسين عند نهاية خدمتهم عطاءات سخية غير منصوب عليها في عقود عملهم. لذلك فإن عطاءات الرحيل المجانية التي يتلقاها المديرين العامون المادرون تقدم دليلاً واضحاً على أن أعضاء مجالس الإدارة لا يتعاملون مع المديرين على مطلق دراعهم. حتى في تلك الحالات الاستثنائية المادرة عندما يدفع مجلس الإدارة المدير العام خارج بوابة الشركة.

نقد اقالة المدير العام

كما سبق أن أشرنا فإن مجالس الإدارة نادراً ما تذهب إلى إكراه المديرين العاملين على الاستقالة. لما كان الكثيرون من أعضاء المجالس -حتى من أولئك المستقلين اسمياً- يميلون إلى التأخر برأس الهرم في الشركة أو يشعرون بالولاء تجاهه فقد دأبت مجالس الإدارة عموماً على التقاعس عن اقالة المديرين طالما كل أداء أحدهم ضمن حدود ما يمكن وصفه بالمقبول. لكن عندما يبلغ أداء المدير العام درجة كبيرة من الصنف وتصبح الحاجة إلى استبداله حقيقة بادية للعيان، فإن أعضاء المجلس لا يسمهم إلا أن يتصاعوا لتصفه الحاجة إلى إجراء تغيير في رأس الهرم.

ومجلس الإدارة عندما يمرر تغيير المدير العام غالباً ما يقدم للمدير المعاد العديد من المكاسب كي يسهل له خروجه من الشركة وعلى سبيل المثال فإن مدير عام شركة مائل السهدة حصل بأراد قد كوفت لدى إقالته بأعضاء من تسديد قرض بقيمة 4.2 مليون \$ وتلقب فوق ذلك 3.3 مليون \$ نقداً لتغطية الائتمات المصرفية المترتبة على إعصافها من قرض آخر. وبالإضافة إلى ذلك فإن حيازتها غير المستعفة قد حولت تلقائياً بقرار من مجلس الإدارة إلى حيازات مستعفة قابلة للاستخدام حتى انقضاء أجلها الأصلي. وقد جاءت هذه المكاسب المجانية عطاءات إضافية رافقت زمة تعويضات الإقالة التي كانت المديرية اقالة قد حصلت عليها بموجب عقدها مع الشركة التي تضمنت مبلغاً بتقديراً بقيمة 26.4 مليون \$ كتعويض نهاية خدمة فضلاً عن تعويض تقاعد سنوي يتجاوز 700,000 \$ وبعض المكاسب الإضافية الأخرى¹

ومن الأمثلة الأخرى مثال ترتيبات المصادرة التي قدمت لمدير عام شركة وبيفان السيد جورج شاهين. قدم شاهين استقالته قبيل إشهار وبيفان لإفلاسها بمدة وجيزة راعياً أنه قد شعر بأن الشركة بحاجة إلى مدير عام من نوع آخر يولى قيادتها في المرحلة القادمة. وقد حصل السيد شاهين على إعفاء من فرض بقيمة 6.7 مليون \$ مقابل أسهمه البالغة قيمتها آنذاك 150,000 \$ صفقة تبادل مجزية لم يكن ممنوعاً عليها بتطبيق التحال في عقد مع الشركة²

وبصورة مشابهة عندما أجبر مدير عام بيلد ون. جون ماكوي. على المصادرة بسبب ضعف الأداء. اجتمع مع اصدقائه في مجلس الإدارة ليخرج ظاهراً باتفاق ينظم ترتيبات رحيله عن المصرف. وقد تضمنت الرزمة التي حصل عليها مبلغاً مقدراً بقيمة 10.3 مليون \$ (بالإضافة إلى مكافآت أخرى بقيمة 7.5 مليون \$، كشكر خاص عن خدماته أثناء العامين 1997-1998) فضلاً عن تمويل قاعدي بقيمة 3 ملايين \$ سنوياً بدءاً من العام 2001³ وعلى الغالب فإن هذا الاتفاق قد سهل على أصدقاء ماكوي في مجلس إدارة البنك مساهمة أعضاء المجلس الآخرين في رعتهم بإنهاء خدمة ماكوي والاستعانة بمدير عام جديد.

إن من الصعوبة بمكان التوفيق بين مثل تلك العطاءات المجانية ومعطى التعاقد على مطال الدراع. فعلى مجلس الإدارة يملك صلاحية إقالة المدير العام دون أن يقدم له أي تعويضات أو مكاسب أخرى خارج حدود ما هو ممنوع عليه في العقد. ولا يبدو أن هناك أي حاجة حقيقية لإعزاء المدير العام دي الأداء المتواضع ببرشوة مجزية. كي يبرل عن عرشه. وبالإضافة إلى ذلك فإن الرسالة التي يقدمها مجلس الإدارة عبر عطاءات الرحيل المجانية تلك من شأنها أن تصعب من حوافز المدير العام القادم لرفع سوية الأداء.

وبالمقابل فإن تلك العطاءات يمكن تبسيطها بكل وضوح إذا ما قبلنا بحقيقة سلطة الجهاز التنفيذي على مجلس الإدارة. أولاً بعض أعضاء المجلس على الأقل قد يخذون موقفاً معانداً لإقالة المدير العام حتى لو ثبتت مسؤوليته عن ضعف أداء الشركة. ولذلك فقد يكون من الضروري تشجيع المدير العام على تقديم استقالته طوعاً أو على الأقل اغناء ترتيبات الإقالة بمزيد من العروض السطحية بنية اسراع موافقه أولئك الاعضاء بأسلوب لطيف. وعندما يشكل أولئك الاعضاء غالبية أعضاء مجلس لن يكون من الممكن تهور

المدير العام دون تقديم رزمة مصرية من عطاءات الرحيل المجانية وحتى عندما يشكل حلماء المدير العام ألبية في مجلس الإدارة فإنهم يظلون قادرين على تحويل عملية استبدال المدير العام الى موضوع خلافا بسبب لرملائهم في المجلس الكثير من المصايفات. وأعضاء المجلس الآخرون سوف يربحون على الغالب في تجنب اعتماد النزاع عبر اظهار المريد من السخاء في تعاملهم مع المدير العام المقادر. وفي جميع الاحوال فإن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المقادر تعمل هنا عمل الكرشوة لفرص صلمان تملون حلفاء المدير العام في المجلس أو لفرص اصعاف ممانتهم.

ثانياً حتى أعضاء المجلس الراغبين في تغيير المدير العام قد يحصلون تحلية فعلتهم بهدية ثمينة يقدمونها للمدير المقادر. انهم قد يربحون في تنصيب الشصور بالامر عاج أو حتى بالدب الذي قد يراودهم لدفعهم زميلهم وقائدهم خارج بوابة الشركة. وقد يربحون في إرضاء المدير المقادر أو مواساته وفي التعبير عن امتنانهم ووفائهم. وكذلك أيضاً في الظهور بمظهر أكثر جادية أو على الأقل بمظهر أقل خطورة في أعين مدبري الشركات الآخري الذين قد يجيلون النظر بحثاً عن أعضاء خارجيين لمجالس ادارة شركاتهم.

إن المساعدة التي تقوم عليها جميع هذه التفسيرات تتجسد ببساطة في علاقة بين المدير العام وأعضاء مجلس الإدارة تختلف جذرياً عن تلك التي يرسمها لنا نموذج مطال الدراج. وحقيقة ان رزمة عطاءات «مع السلامة» المجانية يتم تمويلها من أكياس حملة الاسهم سهول على أعضاء المجلس اظهار مريد من اللطف والسخاء في تعاملهم مع المدير المقادر ولا سيما أنهم لا يعملون شخصياً في ذلك كله الا كلفة زهيدة لا تستحق الذكر.

من المهم أن نشير هنا الى أن العطاءات المجانية المقدمة للمدير العام المقادر قد نصب أحياناً اداة سلطاً سلطة المديرين كعقيدة واقعة، في مصلحة حملة الاسهم. بالنظر الى ولاه الكثيرين من أعضاء المجلس للمدير العام فإن تقديم سكرة من هذا القبيل قد يكون ضرورياً لاستمالة غالبية أعضاء المجلس الى تأييد فكرة استبدال المدير ذي الاداء الضعيف. وعطاءات الرحيل المجانية تقيد السهمين في هذه الحالة طالما أن رحيل المدير المقصر سوف يسهم في تنظيم قيمة رأس المال السهم بأكثر من كلمة تلك العطاءات. عبر ان المهم. بالنسبة لموضوعنا في هذا الفصل هو ان سياسة عطاءات «مع السلامة» المجانية تمكن ببساطة سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة.

عند حيالة الشركة من قبل شركة أخرى

لدى حيالة شركة من قبل أخرى يحصل مدير الشركة المستهدفة عادة على مكاسب مرتبطة بعملية الحيالة خارجة عن نطاق التمويضات المتصوص عليها في عقده. وعطاءات الحيالة المجانية يمكن أن تأخذ أشكالاً عديدة كتقديم العطاءات النقدية الخاصة أو إقرار زيادات مجزية على القيمة. لتتفق عليها -لمظلة الهبوط الذهبية-. وهكذا نجد أن مجلس إدارة يو أس ووست على سبيل المثال قد صوت لصالح دعم مظلة الهبوط الذهبية المقدمة للمدير العام سول ترجهلو بقيمة قدرت أن تملك بمحو 46 مليون \$ وذلك قبل إقرار حيالة الشركة من قبل كويست كومونيكتيشنس بمدة وجيزة⁴. تبين دراسة قام بها جني هارتزل و إيلي أوفك و ديفيد برمالك أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة قد عمد في نحو 27 بالمئة من عمليات الحيالة إلى تقديم هدية نقدية خاصة إلى المدير العام ساعة لإقرار الموافقة على عملية الضم. كذلك فقد أقر المجلس في 12 بالمئة من حالات الضم التي كان فيها مدير عام الشركة المستهدفة يتمتع بمظلة هبوط ذهبية زيادة مجزية على القيمة النقدية المتضمنة في المظلة الذهبية لدى تصديقه على عملية الضم⁵.

إن لاحتجاج التئيم كذا قد سقاهما لتفسير عطاءات الرحين المجانية تسعين بصورة مشابهة أيضاً على حالة عطاءات الضم المجانية. أولاً بعض أعضاء المجلس قد لا يؤيدون عملية الضم إلا إذا حظيت بعبارة المدير العام أو على الأقل إذا تضمنت إكرام هذا الأخير بعطاءات تليق بمرشده الذي يضعي به. وعندما يشكل هؤلاء الأعضاء الأغلبية فإن تزيين عملية الضم في عيني المدير العام تصبح أمراً ضرورياً لإنتاج الصنف. وحتى إذا كان أولئك لا يشكلون الأغلبية في المجلس فإن الرغبة في تجنب التواجهات قد تكون كافية لدفع الأغلبية إلى تطليق رحيل المدير العام المنبثق عن عملية الضم بطبيعة من السكر عبر بعض المطالبات المجانية المجزية

ثانياً حتى لو كان المجلس بأكثره مستعداً للتصديق على عملية الضم دون أي معاملة خاصة للمدير العام، فإن أعضاء المجلس قد يعضون إكرام المدير العام برزمة من عطاءات دفع السلامة الذهبية. أنهم قد يرغبون في معابة المدير العام الموشك على خسار منصبه

بمعل عملية الاستيلاء العدواني للأسباب ذاتها التي تدفعهم إلى تقديم المكاسب للمدير العام المعاند بمعل الإقالة قد يتأثرون بمشاعر الولاء والاعتلى ومعامل الصدفة. أو يحاولون تخفيف ما يشعرون به من حرج بسبب موافقتهم على تخليص المدير العام من سلطة منصبه. ولذا كان أعضاء المجلس لا يحصلون أنفسهم الا جزءاً مهماً من تكاليف تلك المعطيات. فإنهم بطبيعة الحال لن يردوا كثيراً إلى إقرارها

نجدد الإشارة هنا إلى أن قيود السخط عالياً ما تكون مصممة مسبقاً في ظل الظروف الحاصلة المرتبطة بعمليات صم الشركات. الأمر الذي يسمح للمدير العام ومجلس الإدارة في الشركة المستهدفة بتمرير عطائات مجانية تفوق بوصح ما كان من الممكن تمريره في الأحوال العادية وعادة ما يعل حملة الأسهم في الشركة المستهدفة علاوة مجزية فوق سمر السوق المتضمن في العرض المبدئي. الأمر الذي يصعب بطبيعة الحال من ميلهم إلى المتابعة والتدقيق والاستقاء فيما يخص الترتيبات المالية التي يقرها مجلس إدارة الشركة في ماعاته الأخيرة. يضاف إلى ذلك أن أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الجارية خيارتها والموشكة على حسارة استقلالها ليسوا معين كثيراً برودوا تفاعل حملة الأسهم لأنهم جميعاً سيحسرون موافقتهم بطبيعة الحال. ولذلك فإن المعطيات المجانية المقدمة للمدير العام في سياق عملية الضم لن تثير على العالب الا قدراً محدوداً من السخط. وذلك السخط لن يترتب عليه الا قدر قليل من الكلفة بالنسبة للمدير العام ومجلس الإدارة.

من جديد نود أن نوضح هنا أن تقديم المعطيات المجانية للمدير العام في الشركة المستهدفة بمعلية العبارة قد يعود بالفائدة على حملة الأسهم. إذا ما سلمنا بسلطة المديرين كحقيقة واقعة. إذا كانت سكاكر السطية من هذا التليل أمرأ ضرورياً من أجل استراغ موافقة المجلس على عملية الصم الجرية. هضبر لحملة الأسهم أن يتم الأمران. المعطيات المجانية والصم. من ألا يتم أي منهما. ولذلك فإن اعاقبة تقديم مثل تلك المعطيات لا يمكن عدها أمرأ مرغوباً به. إذا ما قبلنا بحقيقة نمود المديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة ومع ذلك نود أن نذكر هنا مرة أخرى أن النقطة الأهم بالنسبة لوصوعنا في هذا الفصل إنما تكمن في أن تلك المعطيات تمثل دليلاً اصافياً يؤكد سلطة المديرين على أعضاء مجالس الإدارة

السكاكر المقدمة من قبل الشركة الشارعية

بالإضافة إلى المكاسب المقدمة لهم من مجالس إدارة شركاتهم فإن مديري الشركات التجارية خيارها كثيراً ما يحصلون على مكاسب مجزية من الشركات الشارعية أيضاً بالطبع ليس هناك من عقد أو اتفاق يلزم الشركة بشارعية بتقديم أي عطاءات لتدير عام الشركة المستهدفة لكنها كثيراً ما تفعل ذلك والسبب بسيط وواضح تمويل أولئك المديريين عن ماصبهم يسمح للشركة الشارعية بالخصي قدماً في عملية الحيازة أو بإتمام الصفقة ضمن شروط أكثر يسراً

على سبيل المثال عندما كانت شركة إم سي أي تتفاوض مع شركة برينشس تيلي كومونيكتيشن (بي تي) في العام 1996 حول عرض الشراء التقدم من الأخيرة للأولى محمد رئيس إم سي أي، تيموثي ف. برايس، إلى التسيق بشأن تضمين صفقة الشراء مبلغاً مقداره 170 مليون \$ تدفعه شركة بي تي، كتمويض احتياسي لرئيس إم سي أي وبعض من كبار المديرين فيها⁹ والقرار تمويل الاحتياسي هذا لم يكن مرتبطاً بإبرام الصفقة وظن الشروط الأصلية المتفق عليها بين الطرفين. وهكذا عندما عمدت بي تي إلى خفض قيمة عرضها بمقدار 20 بالمئة سارع برايس إلى الموافقة محاولاً اقناع حصة الاسهم بأن السعر الجديد يحمي «اتفاقاً من الطرار أربح - أربح بين الشركتين» وفي النهاية دحت شركة ثالثة هي شركة وورد كوم على الخط، وقدمت عرضاً منافساً تمكنت بموجبه من حيازة إم سي أي. ولكن ليس قبل أن توافق بدورها على صرف مكافآت احتياسي مجزية للمدير العام وكبار المديرين التمتعدين في إم سي أي.

أحد مشاهير المحامين الصليحين في شؤون الاندماج والحيارة افاد في مقابلة أجرتها معه صحيفة نيويورك تايمز بالمشهد الآتي، «كثيراً ما كنا نقصد إدارة إحدى الشركات بهدف التسيق لصفقة حيازة ونصطر إلى الوقوف أمام الباب إلى أن يمس الاتفاق أولاً على ترتيبات التمويلات وتمهر تلك الترتيبات بالحائتم والنوقيع ويتم تسليمها إلى إدارة الشركة». وقد وصف محام آخر ذلك الوضع على النحو الآتي «في الأوساط العامة نحن مدعوون إلى أن نطلق على تلك العطاءات اسم «مكافآت الاحتياسي» وفي حقيقة الأمر فإن تقديم تلك

المعطاءات يجسد في كثير من الأحيان السبيل الأوحـد لإبرام الصفقة إياها ببساطة «رشوة». وأحياناً يكون التفاوض حول تلك الرشوة جزءاً لا يتجزأ من المهام الموكلة التي في عملي⁷

وهـد عبد هازمزل وأوفلد ويرمالك إلى دراسة سياسة سكاكر الصمـ المقـدة من قبل الشركات الشارية على نحو أكثر منهجية. وقد وجدوا غير رصدهم 311 عملية حيازة على مستوى الشركات الكهيرة تم إبرامها بين العام 1995 والعام 1997 أن المديرين العاميين في الشركات المستهدفة قد يروسون بمكافآت صم متواضعة نسبياً مماثل الحصول على وعود من الشركات الشارية بتعيينهم في مراتب متقدمة بين صفوف الجهاز التقني بعد إتمام عملية الحيازة⁸. كذلك فإن دراسة أخرى قامب بها جولي وولف ودركرت حول عمليات الاندماج التي كان طرفاها شركتين من الحجم نفسه أثناء التسهيلات. قد كشفت عن أن المديرين العاميين في 40 حالة من حالات التفاوض حول عملية الاندماج كانوا مستعدين لمقايضة تمويضات الصم المجرية بمواقع تشهيدية متقدمة في الشركة الجديدة⁹

إن استعداد الشركات الشارية لتقديم عطاءات مجرية لمديري الشركات المستهدفة يقدم دليلاً إضافياً على سلطة المديرين ومودهم. نظراً لعمود المديرين العاميين في مجالس الإدارة فإن بعقدور أحدهم أن يدفع بالمجلس إلى رفض عروض الصم التي قد تضر بمصالحه الشخصية حتى لو كانت مجرية بالنسبة لحملة الأسهم. وعلى العكس من ذلك فإن بعقدور أحدهم أيضاً أن يدفع بالمجلس إلى قبول عروض الصم التي تخدم مصالحه الشخصية حتى لو لم تكن تصب في مصلحة حملة الأسهم. وبالمظهر إلى سلطة المديرين تلك فإن التعامل بسخاء مع مديري الشركات المستهدفة يصب في كثير من الأحيان في خدمة مصالح الشركات الشارية.

عندما يتقاعد المدير العام

كثيراً ما تعتمد الإدارة إلى تقديم المكاسب المجانية للمدير العام الذي يقرر أن يتقاعد بسبب تقدمه في السن أو لأسباب شخصية أخرى. وذلك حتى في الحالات التي يحصل فيها المدير المتقاعد على استحقاقات تقاعدية صحيحة بموجب أحكام العقد المبرم بينه وبين الشركة على سبيل المثال في عام 1999 حين كانت السوق عموماً في صعود وأسعار أسهم

يستثمران كوداك في هيوطن. قدمت كوداك لمديريها التقاعد مبدعاً تقديراً قدره 2.5 مليون \$ هدية ودع تقديراً لفصله فيما يخص الاداء المالي للشركة¹⁰ وفي العام 2000 تلقى جاك ويلش مدير عام شركة جي.إي. هدية تقاعد تضمنت 6 ملايين من خيارات أسهم الشركة قدرت قيمتها آنذاك بنحو 20 مليون \$¹¹

وهذا مع السلامة، التقاعدية تأخذ أحياناً أشكالاً أكثر دهاءً. أحد السبل المنبعة لتنظيم قيمة المعطيات المقدمة للمديريين المتقاعدين يمر عبر تعديلات الدقائق الأخيرة التي يدخلها المجلس على برامج الترميزات التقاعدية قبيل معادرة المدير العام منصبه وعلى سبيل المثال لدى تقاعد تيريس موري مدير عام المؤسسة المالية فليت بوسطن عمد مجلس إدارة المؤسسة إلى ادخال بمصر التبديلات إلى برامج ترميزاته. نتقاعدية أدت إلى مضاعفة استحقاقاته السنوية أكثر من مرتين. وفق احكام البرنامج الاصلي يقوم حساب ترميز التقاعد السنوي على قاعدة وسطي المرتب السنوي والمكافآت على مدى السنوات الخمس السابقة للتقاعد. أما صيغة الحساب المدلة فتقوم على قاعدة وسطي الترميزات السنوية الحاصلة للضريبة على مدى السنوات الثلاث التي بلغت فيها ترميزات المدير العام قيمتها المظم. وقد تم تعريف الترميزات الحاصلة للضريبة بحيث تشمل ليس فقط المرتب السنوي والمكافآت وإنما أيضاً الأرباح المتروكة على استخدام جهارات الاسهم وعائدات مبيعات الأسهم المقيدة المستحقة. وكذلك أيضاً بعض الترميزات المؤجلة المستحقة للدفع قبيل التقاعد وبالحصول فقد قاد التمديل المدخل في اللحظات الأخيرة على برامج الترميزات التقاعدية إلى تخصيصهم قيمة ترميز تقاعد موري السنوي من نحو 2.7 مليون \$ إلى نحو 5.8 مليون \$¹² وفي رد على ذلك التمديل اشار أحد المحللين المصرفيين في برونتشل سيكيوريتيس إلى أن أداء اسهم فليت بوسطن في عهد موري قد ظل دون الوسط على امتداد عقد كامل من الزمن وتساءل متمجياً عما الذي حدث كي تقدم الشركة موري الآن مثل هذه الهدية البهيمية¹³.

أحدى المزايا المهمة لمعظمه ترميز المكاسب التقاعدية، من منظور مجلس الإدارة والمدير العام الموقوف على التقاعد. يكمن في أنها أفضل انكشافاً على الاوساط العامة من المعطيات المالية المكافئة في الضمة. وكما سوف نناقش في الفصل 8 فإنها رغم من أن الشركات مدرجة

بإشهار القيمة التي تشتملها في حساب المكاسب التقاعدية ضمن أرشيفها الإلكتروني لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية فهي ليست مصطرة إلى التصريح عن القيمة النقدية لتلك المكاسب، والأهم من ذلك أن قيمة تلك المكاسب يتم أعمالها أيضاً في قوائم التمويل، التي يترسّ أن تقدم عرضاً متكاملًا لقيمة تمويلات المديرين، الأمر الذي يقلل كثيراً من درجة انكشاف تلك المكاسب على الأوساط العامة ويساعد على إحصائها عن أعين المراقبين الخارجيين في حالة بنك فليت بوسطن. على سبيل المثال، لم يطلب من البنك إشهار القيمة النقدية المترتبة على التعديلات التي أدخلت على برنامج تمويلات موري التقاعدية (وإنه الحقيقة فإن البنك لم يعلن عن تلك القيمة) ولم يكن لتعلم اليوم أن تلك القيمة قد بلغت 1.3 مليون دولار أن إحدى الصحف قد عصفت، في خطوة غير اعتيادية، إلى توكيل أحد خبراء حسابات التأمين بمهمة تقدير قيمة المكاسب الخفية بين ملفات تلك التعديلات.

إن عضود المديرين تضمن لهم بطبيعة الحال مكاسب تقاعدية كبيرة وسياسة ادخال الريادات على تلك المكاسب الضخمة أصلاً عندما يتقاعد المدير العام لا تنكس على الإطلاق فتعاقب التعاقب على مطالب الدراع، وسوف يطرح لاحقاً تساؤلات جدية حول جدوى دخول الشركات في معترك تقديم التمويلات التقاعدية للمديرين بدلاً من أن تشجعهم على أن يحدروا بأنفسهم لمرحلة التقاعد، أم بالنسبة لموضوعاً في هذا الفصل فإن اهتمامنا ينصب على الهدايا التي تقدمها الشركات لمديرها العامين ساعة الرحيل، قد يذهب البعض إلى الزعم بأن الأمل بهدية تقاعد مجزية من شأنه أن يمنع المديرين حافراً إضافياً لتقديم أداء أفضل أثناء مدة توليهم قيادة شركاتهم، غير أن من الصعب أن نجد عاملاً واحداً يرجع كفة هدايا التقاعد تلك مقابل كفة حطط الحيازات والمكافآت المصنعة بمساية بما يضمن التناسب بين المكافأة والأداء.

هدايا التقاعد الضخمة يسهل فهمها على ضوء العلاقات الشخصية التي تربط بين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين العامين المندرجين، ربما يرغب أعضاء المجلس في استثمار فرصتهم الأخيرة لتقديم هدية تلبية للمدير العام قبل رحيله، أو في التعبير عن تقديرهم لعلاقاتهم المالية التي جمعت بينهم وبين مديرهم، أو عن امتنانهم لما قدمه لهم أثناء مدة ولايتهم، وعلى حد تعبير أحد مستشاري التمويلات فإن العقود الاستثنائية التي كثيراً ما تقدمها الشركات لمديرها التقاعديس، تتصل ببرد الجميل عن أفعال من الماصي أكثر من

صفحتها المرحومة بخدمات مستقبلية¹⁴ ولا كانت تكاليف تلك العطاءات الإضافية على اختلاف أنواعها تقع بالدرجة الأولى على كاهل حملة الأسهم ولا يتحمل منها أعضاء المجلس أنفسهم في حقيقة الأمر الأمر اليسير فإن هؤلاء لا يجدون حرجاً في إرسال رسائل الوفاء والامتنان تلك التي ترصني بوارعهم الشخصية.

انها الفرصة الأخيرة

في جميع الحالات التي أتينا على مناقشتها -إقالة المدير العام، أو حيازة الشركة من قبل شركة أخرى، أو تقاعد المدير العام- هناك عامل مشترك يربط من اندفاع المدير العام وراء العطاءات المجانية ومن استعداد المجلس لتقديم تلك العطاءات. هذا العامل هو طابع الجولة الحتمية الذي يفرص نفسه على الموقف: في كل من تلك الحالات يقف المدير العام على بوابة الشركة متأهباً للرحيل. وفي واحدة من تلك الحالات -حيازة الشركة من قبل شركة أخرى- يجب على أعضاء المجلس أن يستعدوا بدورهم أيضاً لمبادرة الشركة. ولذلك فليس لديهم في الأمر ما يضربونه إلا القليل القليل

إن المدير العام، طالما هو معتقد بموقعه، يفهم جيداً أن يضطوره أن يستخدم نفوذه وسلطته على المجلس للظفر بترتيبات معادية في المستقبل. كذلك فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن أمامهم المريد من الفرص لمكافحة مديريهم العام، لكن الطريف الاستثنائي الذي يفرص نفسه مع الرحين الوشيك للمدير -سواء كان ذلك بعمل استقالة فرصت على المدير أو بعمل حيازة الشركة من قبل أخرى- أو ببساطة بفعل التقاعد الطوعي يصنع كلا الطريقتين، المدير والمجلس، أمام خيار الفرصة الأخيرة، «الآن والافتد فاب الأوان» إن المديرين العامين لديهم والحالة هذه أسباب جمة لانتزاع المكاسب المجانية بكل شراسة ولتحويل ارصدتهم لدى أعضاء المجلس من الصداقة والاحترام والولاء بأكملها إلى قيمة نقدية وبصورة مشابهة فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن ذلك هو المطلب الأخير لمديريهم والفرصة الأخيرة المتاحة أمامهم لإكرامه ببعض المكاسب المالية الضخمة. وعندما يقصون أمام الخيار بين «الآن، وهوات الأوان» فإن الكثيرين من أعضاء المجلس يرجعون خيار «الآن» ويوافقون على منح المدير المადرة من عطاءات «مع السلامة» الذهبية

8 المكاسب التقاعدية

سيارة واحدة حازكة فورد في السنة مع إمكانية شراء أكثر من سيارة بسعر مخفض.
استشارات مجانية في التخطيط المالي، مكتب مدير في مبنى إدارة الشركة مع
الخدمات الإدارية اللازمة، اطلاق صفة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة
التمهيمية التي يختارها، وراتب تقاعدي قدره 27.1 مليون \$ سنوياً

رزمة المكاسب التقاعدية المقدمة للسيد جاك ناصر

المدير العام السابق لشركة فورد كما جاء في تقرير

نشرته مجلة وول ستريت جورنال عام 2002.

من أهم السمات التي تعلق على المشهد العام بتضاريس تعويضات مديريين سمناً التمهيم
والمعوصر ومن الواضح ان لدى مصممي خطط تعويضات المديرين حوافز قوية تدفعهم
الى احماء الحجم تكلي للتعويضات التي يتقاضاها المديرين وكذلك الى تمويه المدى الذي
وصل اليه اعتماد شكل وألية تلك التعويضات عن الشكل والآلية اللذين يعدمان لمصلحة
بحقيقية بحملة الاسم بالوجه الامثل

مع تشديد القوانين التي تلزم الشركات الإفصاح عن مرقبات مديريها ومكافأاتهم
والتعويضات طويلة الأجل التي يتقاضونها نجأت الشركات على نحو متزايد الى اعانات
وتعويضات ما بعد التقاعد سبيلاً لتقديم المال للمديرين يسمح هذا النوع من انواع
الاعانات والتعويضات للشركات بأن تمنح مديريها حجماً كبيراً من الاجر عبر المربط
بالاداء ويطريقة أقل شفافيه من انواع التعويضات الأخرى كالمرمبات السنوية على سبيل
لمثال تلجأ لشركات الى تقديم اعانات ما بعد التقاعد لمديريها عبر أربع قنوات رئيسة هي

الائبة المعاشات التقاعدية التموينيات المؤجلة هيأت ما بعد التقاعد وعقود الخدمات الاستشارية المضمومة.

قبل الشروع في مناقشة كل من هذه القوات على حدة نجد الإشارة إلى سميتين اثنتين مشتركتين فهما بين هذه القوات جميعها السمة الأولى تتمثل في أن أسلوب انتهاج هذه القوات مع المديرين يختلف كلياً عن الأسلوب الذي تلجأ إليه الشركات لمح تموينياتها لبقية موظفيها العاديين. فعلى الرغم من أن الشركات عامة تدمج موظفيها العاديين أيضاً معاشات تقاعدية وتموينيات مؤجلة على سبيل المثال إلا أنها لا تمنحهم تلك المعاشات والتموينيات إلا إلى الحد الذي يسمح لها بالاستفادة من الأعضاء الضريبي إن هذه الطريقة في التعامل مع تموينيات ومعاشات الموظفين العاديين التي تتجهها الشركات إنما تدل على أنه في غياب الإعفاء الضريبي لا يبقى المعاشات التقاعدية والتموينيات المؤجلة ذات جدوى. على الرغم من ذلك فإن التجزء الأكبر من تموينيات المديرين لا يمنع يمثل هذا الإعفاء الضريبي فضلاً عن ذلك ومعاشات مع رأي المختصين الفائل أن التموينيات القيمة غير النقدية ليست مجردة اقتصادياً سوى الشركات عموماً أن لا تلجأ إلى منح موظفيها المتقاعدين العاديين تعطية لبعض مقائهم الاستهلاكية الخاصة. غير أنها تمنح مديريها المتقاعدين من الصف الأول تعطية للكثير من تلك المنتميات من جهة أخرى. مع أن الشركات تتعامل في بعض الأحيان مع موظفيها المتقاعدين بعقود استشارية ادأ ما دعت الحاجة إلى ذلك. غير أنها لا تضمن أجوراً استشارية مدى الحياة إلا لشريحة المديرين دون سواها من شرائح الموظفين العاديين.

أما السمة الثانية المشتركة فهما بين قوات منح التموينيات للمديرين فتتمثل في أنها في مجملها تسمح بمنح المديرين مبالغ طائلة من التموينيات دون ربطها بأدائهم. فالشركات كما سري لاحقاً ليست ملزمة بالإفصاح عن قيمة الأموال المنقولة عبر هذه القوات بالطريقة ذاتها التي يجب الإفصاح فيها عن قيمة التموينيات الأخرى المقدمة للمديرين - كالمرتبات والمكافآت وجهارات الأسهم على سبيل المثال ادأ يمكنها القول إن المكاسب التقاعدية تشكل ما يمكن تسميته بمكاسب مسروقة¹. وبالفعل فالبحجم المعلن في وسائل الإعلام لتلك التموينيات والمعمليات التي يطلق منها خبراء الاقتصاد المالي في بحوثهم

حول مستويات تمويليات المديرين لا تتضمن القسم الضخمة التي يتم سحبها عبر قنوات المكاسب التقاعدية.

المعاشات التقاعدية

تمطي صناديق التقاعد عدداً كبيراً من العمال والموظفين وتدفع لهم معاشات تقاعدية بشرائح متعددة بعد انتهاء خدمتهم. وبلا الوهلة الأولى يبدو من لمديهي أن تدفع الشركات لمديرها أيضاً معاشات تقاعدية أسوة بسواهم من الموظفين الآخرين. غير أن نظرة فاحصة إلى الموضوع ستثير تساؤلات جدية حول ما إذا كان هذا الاستخدام المبالغ فيه للمعاش التقاعدي بوصفه وجه من وجوه التعويض يتفق فعلاً مع أسس التماوص على نطاق الدراع.

الفروق بين صناديق تقاعد المديرين وصناديق التقاعد النظامية

إن غالبية صناديق التقاعد الممتدة للموظفين الماديي يجري تصميمها بحيث تكون مؤهلة للاستفادة المظمى من معدلات الضرائب التفضيلية. فالشركة من جهتها تستفيد من الخصص الضريبي على المبالغ التي تدفعها لصندوق تقاعد الموظفين - وهو الخصص الضريبي عمنه الذي كانت ستحصل عليه في حال دفعت تلك المبالغ للموظفين مباشرة على صورة مرتبات وأجور. أما الموظفون فلا يدفعون أي ضريبة دخل على أموال صندوق التقاعد حتى يتقاعدوا ويبدءوا بتلقي معاشاتهم التقاعدية من الصندوق. في الوقت ذاته تستثمر الشركة أموال الصندوق استثماراً مضمناً من الضرائب. فلا الشركة ولا الموظفون يدفعون أي ضرائب على إيرادات أموال الصندوق. فصناديق تقاعد الموظفين الماديي إذا تقدم للموظفين مكاسب ضريبية دون أن تتقل كاهل الشركات بأي تكاليف إضافية²

لو كانت صناديق التقاعد النظامية المؤهلة هذه تفي بالعرض للجات إليها مجالس الإدارة من أجل منح المديرين معاشاتهم التقاعدية. غير أن صناديق التقاعد المؤهلة لا يمكنها أن تأخذ من مجمل تمويليات الموظفين السنوية سوى \$200.000 كحد أقصى قاعدةً لاحتساب المعاش التقاعدي للشخص الواحد. فلو افترضنا على سبيل المثال أن صندوق التقاعد المؤهل يسمح لجميع الموظفين المتقاعدين 50 بالمئة من مجموع التعويضات التي يحصلون عليها في السنة الأخيرة من سنوات خدمتهم، فإن صندوقاً كهذا لا يمكنه منح

المدير سوى مماشٍ تقاعدي لا يجاوز 100,000 \$ كحد أقصى حتى لو بلغ مجموع تمويصاته في السنة الأخيرة من سنوات خدمته مليون \$ هذا يعني أن الشركات لا تستطيع اعتماد صناديق التقاعد المؤهلة وسيلة لكي تمتع مديريها بمعاشات تقاعدية مشابهة من حيث الحجم لتمويصاتهم السنوية أثناء عملهم. لذا يادر العدد الأكبر من الشركات إلى إنشاء صناديق تقاعدية تكملية خاصة بالمديرين³

تختلف هذه الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديرين عن صناديق التقاعد المؤهلة النظامية في نقطتين حاسمتين. تتمثل النقطة الأولى في أن الصناديق الخاصة لا تحظى بمعاملة ضريبية تفضيلية كالصناديق المؤهلة. فأرباح الاستثمارات التي تجديها الصناديق الخاصة لا تدفع من ضريبة الدخل بل على الشركة أن تدفع ضريبة على الدخل الذي يجب أن تجنيه حتى تدفع للمديرين التقاعدين معاشاتهم التقاعدية من المنطقي أن تستحق ضريبة الدخل على أرباح الصندوق لأن أموال الصندوق لو كانت دفعت مباشرة للمدير مرتباً تقديماً لكي يستثمرها بنفسه تحسباً لسنوات تقاعده. لوجب عليه دفع ضريبة الدخل على أي أرباح يجنيها من ذلك الاستثمار. فجل ما تفعله صناديق التقاعد الخاصة إذاً يتمثل في أنها تنفي المديرين من بعض الأعباء الضريبية وبحملها للشركات⁴

حينما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم. تفقد صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين غير قادرة على حمص مجموع الأعباء الضريبية المفروضة على الموظفين والشركات معاً بل إنها مقابل كل دولار تحصله من الأعباء الضريبية المرتبة على الموظف تنقل كامل الشركة بدولار أصلياً يريد من أعبائها الضريبية إذاً ويحلف صناديق التقاعد المؤهلة فإن هذه الصناديق الخاصة لا تستفيد في المحصلة من أي معدلات ضريبية تفضيلية⁵

بالعبء. إن الوضع أكثر تعقيداً على أرض الواقع مما ذكرنا أعلاه⁶ فهي كثير من الحالات يختلف الحجم الكلي للأعباء الضريبية المترتبة على الأرباح تبعاً للطرف الذي يقوم بإدخال المال واستثماره وتحقيق تلك الأرباح. أهو المدير أم الشركة. فحتى لو كانت قدرة الطرفين على تحقيق الأرباح واحدة، فإن معدل ضريبة الدخل قد يختلف في كلتا العالقتين. لنفترض على سبيل المثال أن ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير الذي يستثمر مدخراته التقاعدية

بمعه تساوي تلك التي يدفعها المردء في سوق الأسهم على الاستثمار طويل الأجل التي تبلغ 15 بالمائة وأن معدل الضريبة التي تدفعها الشركة على الدخل الذي يجب عليها تحقيقه من أجل صعان معاشات مديريها التقاعدية يعادل ضريبة دخل الشركات البالغة 35 بالمائة على مجمل أرباحها بما فيها تلك التي يحققها صندوقها التقاعدي الخاص بمديريها من الواضح أن هذا الصندوق التقاعدي الخاص في هذه الحال ليس ذو جدوى اقتصادية من المظار الضريبي لانه سيريد من العبء الضريبي الكلي الذي سيدفعه الطرفان معاً (لديرو الشركة) أما في حال لم تحقق الشركة أرباحاً كبيرة أثناء مدة محددة ولم يكن متوقفاً أن تكون ضريبة دخلها مرتفعة في تلك المدة، فإن الأمر قد يبدو حينئذ مختلفاً تماماً إذ يدعو نقل مدخرات التقاعد من عهدة المدير إلى عهدة الشركة أمراً مجدياً حقاً من المنظار الضريبي⁷

من ناحية أخرى، حتى لو تساوت معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة فقد تكون الأرباح التي تحقّقها الشركة أعلى من تلك التي يحصلها المدير لأن يحققها. فالشركات التي تعاني صعوبة زيادة رأسمالها على سبيل المثال قد تتمتع بسبب أرباح على الاستثمارات الجديدة أعلى من معدل أرباح السوق عامة (من غير المتوقع أن تكون هذه هي حال الشركات التي تستطيع بسهولة أن تجد نفسها مصادر تمويل إضافية) إذ أنه من غير المتوقع ألا تكون تلك الشركات قد استثمرت هراً في الاستثمار التي تعود عليها بسبب أرباح أعلى من معدل أرباح السوق) إذاً حين تتمتع الشركة بفرص استثمار أكبر وبعيدة من السوق، يدعو من المجدي بالنسبة للطرفين أن يوكل المدير استثمار مدخراته التقاعدية لشركته، شريطة أن تساوى معدلات ضريبة الدخل المفروضة على أرباح المدير وأرباح الشركة.

الأمر ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نعتقد أن استثمار أموال المدير غير شركته أمر مجدّ عموماً حتى في غياب الحمض الضريبي بل على العكس من ذلك، فهناك أسباب كثيرة تدفعنا للاعتقاد بأنه من غير المجدي أن تستثمر الشركات مدخرات مديريها التقاعدية في ظل معدلات ضريبة الدخل المتدنية على الاستثمارات طويلة الأجل المتاحة للأفراد في السوق عموماً وأنه لا مبرر بالغ الدلالة أن الشركات التي تنشئ صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بمديريها وقرأها مجدية لا تنشئ صناديق تقاعد مشابهة (أي مهر مؤهلة) ولا سهماً بمهر

المديرين من موظفيها فعمداً تجد شركة ما أن إنشاء صندوق تقاعدي خاص بمديرها أمر مجهد لأن إمكانيات الاستثمار المتاحة أمامها أفضل من الإمكانيات المتاحة أمامهم. عليها أن تنظر بالنظر إلى إنشاء صندوق تقاعدي خاص بموظفيها الآخرين الذين يرغبون بدعم معاشهم التقاعدي النظامي المؤهل بمعاش تكميلي من مدخراتهم التقاعدية الخاصة لكن حقيقة أن الشركات نادراً ما تنشئ صناديق تقاعد مبر مؤهلة خاصة بموظفيها غير المديرين وتخص مديرها فقط بهذا الاعتبار. ندرل بوصوح على أنه في غياب الحفص الصريحي الممنوح للصناديق المؤهلة فإن إنشاء صناديق التقاعد غير المؤهلة لا يشكل وسيلة مجدية عموماً من أجل منح التحويلات للموظفين. مع ذلك نجد أن 70 بالمئة من الشركات عام 2002، قد سمحت لمديرها صناديق تقاعدية تكميلية خاصة غير مؤهلة⁸

أما النقطة الحاسمة الثابتة في الاختلاف بين الصناديق التقاعدية التكميلية الخاصة بالمديرين وصناديق التقاعد المؤهلة النظامية للموظفين غير المديرين فتتعلق باحتمال الخسارة الذي تتعرض له الشركات واحتمال الخسارة الذي يتعرض له المشاركون. في الصناديق في كلتا الحالتين عبارة ما تُنشأ صناديق التقاعد المؤهلة المتاحة للموظفين الجدد من ذوي المراتب الوظيفية المتدنية على أساس تحديد حجم اسهاماتهم. حيث تلزم الشركات بنسب قيمة محددة من المال من كل مشارك كل عام. أما ما يحصل عليه الموظف لدى تقاعده فيتعلق بمدى نجاح استثمارات الصندوق. فنتائج سوء الاستثمار والخسارة المترتبة عنه يتحملها الموظفون بمفردهم.

بالمقابل نركز صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين على أساس المعاشات الثابتة أي إنها تضمن للمديرين معاشاً تقاعدياً ثابتاً مدى الحياة بعض النظر عن كفاية استثمار الصناديق. فجميع المديرين العاميين المسجلين في قاعدة البيانات اكسيكوكومب الخاصة بمديري الشركات المدرجة على لائحة اس & بي يستفيدون من صناديق تقاعدية خاصة تضمن لهم معاشاً تقاعدياً ثابتاً⁹. إن هذا النوع من الصناديق التقاعدية يحمل نتائج سوء استثمار أموال الصناديق للشركات وحصة اسهمها. فهما كان أداء الشركة سيئاً ومهما كانت استثماراتها حاسرة فإنها تضمن لمديرها معاشاً تقاعدياً محددأ يتدفق إلى حساباتهم ما داموا على قيد الحياة

إذا كانت المساومات على نطاق الدراع مع عالمية الموظفين تؤدي إلى ترتيبات للتعويضات التعاقدية يركز على أساس تحديد حجم الإسهامات. فلماذا سمر تلك المساومات مع المديرين إلى سبعة مختلفة إلى هذا الحد؟ ولو كانت ترتيبات المكاسب التعاقدية المرتكزة على ثبات المعاش التعاقدية نتيجة فعالية للمساومات على نطاق الدراع لكان حري بالشركات أن تقدم تلك الترتيبات للموظفين العاديين قبل المديرين لأن الموظفين العاديين بخلاف المديرين غير قادرين على دحار مبالغ كبيرة من المال، بل إنهم اخوج من المديرين إلى معاشات تعاقدية ثابتة ومصنوعة تعطي احتياجااتهم في حريص العمر. كما أنهم أقل من المديرين قدرة على تحمل المخاطر التي يمكن أن تنتج عن سوء الاستثمار في الصناديق المبنية على أساس تحديد المساهمات وبخلاف الموظفين العاديين يوسع المديرين بسهولة في حال كانت صناديق تعاقدية مبنية على أساس تحديد المساهمات أن يؤمنوا على أنفسهم صد خطر سوء الاستثمار. وذلك عبر تخصيص جزء من مرتباتهم المرتفعة جداً والأرباح التي يجنونها من جهارات الأسهم التي يمتلكونها لشراء ما يسمى مساهمات تضمن لهم مرتبات سوية ثابتة مدى الحياة. فلو كان لا بد من أن تلقى إحدى المجموعتين فقط (مجموعة المديرين أو مجموعة الموظفين العاديين) تعويضات تعاقدية مبنية على أساس المعاش التعاقدية الثابت، فإن المساومات على نطاق الدراع كانت ستعظم الأمر لصالح مجموعة الموظفين العاديين لا لصالح مجموعة المديرين

المكاسب التمويلية

على الرغم من أن جدوى منح المديرين معاشات تعاقدية ثابتة من الصناديق التعاقدية التكميلية الخاصة بهم بعدة كل التبعد عن أن تكون واضحة، إلا أنه من الواضح جداً أن تلك الصناديق تسهم في إحقاء جزء كبير من الأجر المقدم للمديرين عبر الارتبط بأدائهم.

إن دفعات الصندوق التعاقدية التكميلية الخاصة بالمديرين تتحدد بمدد سنوات خدمة المدير وبحجم التعويضات الإجمالي الذي كان يحصل عليه في سنة خدمته الأخيرة قبل تقاعده. فكلما ارتفع مرتب المدير وكلما رادت سنوات خدمته، زاد معهما معاشه التعاقدية. بهذا يكون المعاش التعاقدية الذي يدفعه هذا النوع من الصناديق مثله مثل المرتب العادي.

غير مرتبط بأداء المدير بل إن العديد من الشركات عملت على تصحيح مرتبات المديرين التقاعدية من طريق التلاعب بعدد سنوات خدمتهم. وذلك من أجل رفع قيمة معاشهم التقاعدي المحسوب وفق معادلة حساب المعاش ضمن الصندوق¹⁰

على كل شركة أن تضمن بياناتها السنوية التي تصدرها للعلن جداول تعويضاتها التي يجب أن تتضمن القيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لكل وجه من وجوه التعويضات المنوعة التي يحصل عليها مديرها العام بالإضافة إلى مديريها الأربعة الآخرين الذين يحصلون على أعلى المرتبات في الشركة. إن هذه الأرقام التي تنشرها الشركة في هذا السياق هي من أكثر المؤشرات وضوحاً للرأي العام حول التعويضات التي يتقاضاها مديرو الشركة. إذ أنها منحة لوسائل الإعلام ولجميع المهنيين الذين يقرؤون تلك البيانات السنوية ويتابعونها وفي الواقع فإن ما تتضمنه تلك البيانات من معلومات حول تعويضات المديرين تشكل المعلومات الأساسية الرسمية التي تتركز إليها أبحاث خبراء الاقتصاد المالي وكذلك أعمال الاستشاريين المختصين في حقل التعويضات

لو كانت معاشات المديرين التقاعدية مبنية على أساس الإسهامات الثابتة، لظهرت تلك الإسهامات السنوية التي تدفعها الشركات لدعم حسابات مديريها في صندوقهم التقاعدي الخاص في جداول تعويضاتها المعلنه لكن من أهم ميزات صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أنها تنطلي على الريادة السنوية التي تصاف إلى القيمة الزائدة لمعاش المدير التقاعدي - بسبب علاوات مرتبه السنوي وزيادة سنوات خدمته سنة إضافية - ونعنيها عن المراقبين الخارجيين إذ إن الشركات لم تست مجبرة على التصريح عن تلك الريادة في جداول تعويضاتها المعلنه لذلك فإن المراقب الخارجي الذي يتابع جداول التعويضات تلك لن يرى كيف تنمو حسابات المديرين في صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم.

فضلاً عن ذلك وهو ما يتسم بأهمية كبيرة فإن قوانين الإفصاح لا تلزم الشركات بالإفصاح عن المبالغ التي تدفعها لمديريها الزائدين في جداول التعويضات التي تلتها وبما إن المديرين التقاعديين لا يمدحون ضمن قائمة الموظفين الزائدين. فإن الشركات غير ملزمة بإدراج معاشاتهم في جداول تعويضاتها المعلنه. إذ أن القيمة الحقيقية لاستحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم والمبنية على أساس الاستحقاق

الثابت لا تظهر البتة في المكان الذي يطلع عليه الباحثون ووسائل الإعلام وبجمعهم معه جل معلوماتهم حول نوعيات المديرين. ولما كانت القيمة الحقيقية لاستحقاق المدير من الصندوق التقاعدي مخفية، فإن عدم ارتباط ذلك الاستحقاق بأداء المدير سيبقى أيضاً بعيداً عن الاسواء ولن يحظى بالاهتمام اللازم.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يعمل مع شركته طوال عشر سنوات ومن ثم يحصل على معاش تقاعدي يسوي بمعدل حراً كبيراً من مجموع التوزيعات التي حصل عليها في السنة الأخيرة من خدمته. إن مجموع ما يحصل عليه المدير من معاشات تقاعدية في حياته في مثل هذه الحال سيمادل تقريباً مجموع ما حصل عليه من توزيعات أثناء سبب خدمته كمدير عام. لكن وبخلاف حجم الرواتب والتوزيعات التي يحصل عليها المدير أثناء مدة خدمته، فإن التوزيعات التي يحصل عليها من صندوق تقاعده تبقى مخفية ولا تظهر مطلقاً في جداول التوزيعات التي تعلنها الشركة.

عندما تقاعد لويس ميرستتر المدير العام لشركة أي بي إم على سبيل المثال بعد تسع سنوات من الخدمة استحق معاشاً تقاعدياً سنوياً قدره \$1,140,000 ابتداءً من سنة الستين¹³ لقد فازت القيمة التأمينية لهذه السهامية مجموع ما تقضيه السهم غير مستر كمدير عام أثناء سنوات خدمته المتسعة والذي بلغ 18 مليوناً تقريباً. غير أن شركة أي بي إم لم تكن ملزمة التصريح عن المعاش التقاعدي لمديرها السابق في جداول توزيعاتها المعلنة ولا حتى أن تدخل قيمته الحقيقية بالدولار الأمريكي في بياناتها المالية¹⁴

وليس من المستغرب أن تكون برامج التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين قد صممت حصصاً الريادة لتوزيعات المديرين بعيداً عن مرأى ومسمع حملة الأسهم¹⁵ وفي الواقع فقد نقلت تقارير صحيفة أن بعض المديرين لم يوافقوا على اعتماد تلك الصناديق التقاعدية الخاصة إلا بعد أن حصلوا على تأكيدات بأن المبالغ التي ستدفع في الصندوق لن يتم تسريبها إلى العلن¹⁶

بالطبع، ومع أن لها من الأرقام المعبرة عن زيادة قيمة استحقاق المديرين من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم قبل تقاعدهم أو من المبالغ المدفوعة لهم بعد إحالتهم على

التقاعد لا يظهر في جداول التوضيحات الملغاة إلا أن حقيقة وجود تلك الصناديق والمعادلات التي تحكمها يجب أن يملأ عنها في التصاريح التي على الشركات أن تقدمها لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية¹⁵ غير أنه من الصعب على أي شخص لم يتلق تدريباً كافياً في أمور الحسابات التأمينية والمالية أن يقدر بشيء من الدقة، وانطلاقاً من تلك المعادلات الملغاة، مجموع المبالغ التي ستدفع للمدير مستقبلاً بعد تقاعده، أي أن يقدر الكلمة التي تتكدها الشركة من جراء منح المدير الحق بمشاش تقاعدي ثابت مدى الحياة¹⁶ وكما ذكرنا أيضاً فإن الشركات غير مطرمة الإعلان عن أي تقديرات للقيمة الحقيقية بالدولار الأمريكي لاستحقاق أي من مديريها في صندوقها التقاعدي المبني على أساس الممثل التقاعدي الثابت. ولذلك فهي عادة ما تمتنع عن إعلان تلك التقديرات ولعل صعوبة الوصول إلى القيم الحقيقية لهذه التوضيحات الضخمة هي السبب وراء احتفاظها من قواعد البيانات الرسمية المعتمدة في الدراسات والبحوث التي تجري حول موضوع توضيحات المديرين.

وبالواقع يصعب في كثير من الأحيان تقدير المبالغ الكلية المستحقة لمديري أي شركة كمجموعة متكاملة لدى الصندوق التقاعدي التكميلي الذي تشرته الشركة لهم. إن جل ما يجب على الشركة أن تصرح به هو رقم واحد فقط، ألا وهو المبلغ المستحق عليها من جراء حطها التقاعدية لجميع موظفيها الذي ليس له اعتماد مالي كاف (أي المماشات التقاعدية للموظفين التي لم تقم الشركة بتغطيتها مالياً عبر تخصيص أصول أو موجودات للشركة لهذا الغرض بالذات)¹⁷ إن قوانين هيئة مظهر الحسابات المالية لا تقضي بأن يجري ذكر الاستحقاقات المترتبة من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين في بند منفرد ومستقل عن الاستحقاقات التقاعدية لمباقي الموظفين¹⁸ لذلك يوسع الشركات أن تصرح عن رقم واحد فقط بساوي مجموع الاستحقاقات التي ليس لها اعتماد مالي كاف، بعض النظر عما إذا كانت تلك الاستحقاقات مترتبة من صناديق التقاعد المؤهلة للموظفين العاديين أم من صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

على الرغم من أن الشركات غير مطرمة التصريح عما يترتب عليها من جراء صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين. إلا أن بعض الشركات تبادر من تلقاء نفسها إلى

التصريح عن تلك المبالغ وبهبتها مدعلة حقاً فهي عام 2000، على سبيل المثال صرحت شركة جبرال إلكترىك بأن مجموع ما يترتب عليها دفعه من معاشات تقاعدية لمديرها قد بلغ 13 مليار 5¹⁹ ونسوه الحق لم نصرح جبرال إلكترىك عن أي تفاصيل إضافية حول استحقاق مديرها العام واستحقاقات بقية مديري الصف الأول من ذلك المبلغ الإجمالي لكن الأمر الشائع ألا تقدم الشركات أي معلومات تفصيلية حول حصة المديرين وحصة باقي الموظفين من المبلغ الإجمالي لمجموع ما يترتب عليها من جراء صناديقها التقاعدية

هناك سمة إيجابية واحدة على الأقل لصناديق التقاعد المؤهلة للموظفين الماديين يجدر ذكرها وتمتاز بها عن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين فالشركات عندما تعتمد صناديق التقاعد المؤهلة يجب عليها، كشرط أساسي لكي تحصل على معاملة صريحية تفضيلية أن تخصص جزءاً من أصولها وموجوداتها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من صندوقهم التقاعدي المؤهل أما صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين وبسبب كونها غير مؤهلة لتستفيد من المعاملة الصريحية التفضيلية حتى لو كان تمويلها مضموناً فإنها لا تحظى دائماً بالاعتماد المالي الكافي لضمان تمويلها لذا فإن الاستحقاقات التقاعدية للمديرين معرضة لخطر عدم الدفع أكثر من الاستحقاقات التقاعدية للموظفين الماديين - واللافت أن الكونغرس الأمريكي يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يضع العراقيل أمام الشركات في سبيلها الحثيث لحماية مديرها من خطر عدم تلقيهم استحقاقاتهم التقاعدية في المستقبل²⁰

ألا أن الشركات التي كانت تواجه مصاعب مالية في الماضي كانت في كثير من الأحيان تمتد إلى شراء يواليس تأمّن حاصلة بمعاشات التقاعد أو إلى ائداع مبالغ مالية مضمونة على صورة أمانات لدى جهات معينة أو إلى اتخاذ عصب ذلك من الخطوات، وذلك من أجل ضمان دفع معاشات تقاعد مديري تلك الشركات تحسباً لحالات إفلاسها²¹ فبعد أحداث 11/9/2001، حين بدت قدرة شركات الطيران على الإبقاء بالتراماناتها المالية في خطر لجأت شركة دلتا إيرلاينز على سبيل المثال إلى اتخاذ إجراءات وقائية لحماية مديرها²² ولأن حجب تلك الأموال من مديري تلك الشركات وضمان بقائها بعيداً عن متناولهم سيؤدي إلى ترميز المديرين لاستحقاقات صريحية إضافية كانت الشركات

في كثير من الأحيان تعتمد الى زيادة معاشات تقاعد مديريها لتغطية تلك الاستحقاقات الضريبية على نحو كامل او جزئي²³ لقد تحدثت التقارير في العام 1991 عن ان 50 شركة كبرى في أمريكا قد وصفت خططاً محكمة لمنح مديريها معاشات تقاعدية مضمونة مئة بالمئة²⁴ ومن المرجح ان تكون هذه الممارسة منتشرة على نحو أوسع بكثير مما كان مبروراً. لان شركات كثيرة لم تكن تقرر بصيانتها لمثل هذه لحفظ تضادياً للاستناد الذي كان يمكن ان يوجه اليها بأنها كانت تحمي مديريها من نتائج وتبلمات أخطائهم²⁵

التعويضات المؤجلة

التعويضات المؤجلة ترمية أخرى يستعملها المديريين مبالغ طائلة من الاجر غير المرتبط في معظمه بأدائهم العملي. وذلك دون إثارة الكثير من انتباه حملة الاسهم. تقدم العديد من الشركات برامج وحفظات يتيح للمديرين ان يتلقوا تعويضاتهم في وقت لاحق بل ان بعض تلك البرامج يلزم المديرين بتأجيل تلقي تعويضاتهم. أما تلك التعويضات فتتمو اثناء مدة التأجيل تلقائياً وفق صيغ تضعها تلك الشركات. ولا تستحق الضرائب على مبالغ التعويضات الاصلية ولا على زيادتها حتى موعد تلقيها الذي عادة ما يأتي في وقت لاحق على وقت تركهم لاماكن عملهم. حينها تستفيد الشركات من انقطاع صريحي على المبالغ المدفوعة وعلى الموموم لدى هاتية كبريات الشركات برامج وحفظات من هذا النوع²⁶

يمكن لحفظات التعويضات المؤجلة ان تأخذ أشكالاً متعددة فهي حين تترك بمصر الشركات مديريها الذين يتقاضون تعويضات سنوية بما يريد من المليون \$ وهي مبالغ محرومة من الانقطاع الضريبي وفقاً للمادة 162 (m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، ان يؤجلوا تلقي تعويضاتهم النسي تتوق المليون \$ إلى وقت لاحق. تعتمد شركات أخرى حفظاً احتياطية غير ملزمة وبعض الشركات تسمح لمديريها بتأجيل تلقي مرنبااتهم فقط. بينما يسمح بعضها الآخر بتأجيل تلقي تعويضات التكميل طويلاً الأمد والارباح التي يحصلونها من استخدام خياراتهم أو من بيع اسهمهم المقيدة أيضاً وفي كثير من الأحيان تقدم الشركات لمديريها اسهامات تكميلية لحفظاتهم التقاعدية المؤجلة تختلف في حجمها من شركة لأخرى ينسج في بعض الأحيان تحديد حجم تلك الاسهامات في قرارات سرية مجالس الإدارة وفي أحيان أخرى وفق صيغ معروفة ومطلنة²⁷

تختلف خطط الترميمات المؤجلة أيضاً في كيفية استثمار تلك الترميمات بعد انتهاء مدة التأجيل. عدد كبير من الشركات نعس لمديريها معدلاً محدداً لعوائد استثمار تلك الترميمات (أو حداً أدنى لذلك المعدل)²⁸ ولعلنا لمصحت الشركات مديريها إعانات أصافية عبر منحهم معدلات عوائد استثمار على من المعدلات السائدة في السوق فهي عام 2001 على سبيل المثال. حين كانت عوائد سندات الحرية لسنة و حدة شرائوح بين 39 و 4.63 بالمئة صنعت شركتا جسر الالكتريك و ابرون لمديريها معدل عوائد على ترميمات تقاعدهم المؤجلة بلغ 12 بالمئة بمص الشركات الاخرى كانت تقدم لمديريها العوائد السائدة في السوق رانداً نسبة اصافية معددة. شركة فوسفت على سبيل المثال قدمت لمديريها معدل عوائد استثمار لترميمات تقاعدهم المؤجلة يساوي العوائد السائدة في السوق على سندات الحرية لعشر سنوات رانداً 5 بالمئة²⁹ يدرس الكومرس في الوقت الراهن تشريعاً يهدف الى منح الشركات من منح مديريها معدلات للعوائد على ترميمات تقاعدهم المؤجلة يريد عن المعدلات السائدة في السوق. وعلى الرغم من أن تعهير مثل هذا التشريع في الكومرس من شأنه ان يفضي على هذه الفكرة بالذات من مبررات المكاسب التقاعدية المؤجلة. فإن تلك الترميمات ستستمر في منح المديرين ميرات مالية وتمويهية أخرى كما سمرى لاحقاً

اختلافات خطط الترميمات المؤجلة من خطط k401

للوالة الأولى تبدو خطط الترميمات المؤجلة مكافئة لخطط k401 المبروفة التي يستفيد منها العدد الأكبر من الموظفين العاديين. لكن. كما ان صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تختلف عن صناديق التقاعد المؤجلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون. فإن هناك فروقاً مهمة بين خطط الترميمات المؤجلة التي تمنح للمديرين وخطط الترميمات k401 المبروفة التي يستفيد منها الموظفون العاديون.

وأول تلك الفروقات يتمثل في أن خطط k401 تمنح العاملين فرصة ابداع اموالهم لدى وسائل استثمار معينة. لكن بعض النظر عن نوع الاستثمار فإن ما يحصلون عليه من معدل لعوائد الاستثمار قبل الخصم التصريفي يساوي ما كانوا يحصلون عليه بوسائل الاستثمار عموماً في سوق الاستثمار خارج خطط k401. لكن وعلى العكس من ذلك فإن ترتيبات

حطط التوزيعات المؤجلة الخاصة بالمديرين غالباً ما تضمن لهم معدلات للعوائد أعلى من تلك المعدلات السائدة في السوق.

فصلاً عن ذلك فإن حطط (k)401 تتمتع بدعم صريحي. في حين لا يصبح ذلك بالنسبة لحطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين. تصوم حطط (k)401 على أن يودع جزء من مرتب كل موظف مستفيد من هذه الحطط في حساب خاص لا تستحق صرائبه سوى في وقت لاحق ويوسع الشركة يمساً أن تدفع أسهاماتها الخاصة في ذلك الحساب وكما هي الحال في صناديق التقاعد المؤجلة فإن المبالغ المتركبة في تلك الحسابات تستثمر وتنمو من دون صرائب لا لموظف ولا الشركة يدفعان أي صريية دخل على العوائد الفاتحة عن ذلك الاستمرار الموظفون لا يدفعون صرائب لا على الحسابات ولا على العائدات التي حين حصولهم على استحقاقاتهم. وبالمقابل تحصل الشركة على حمض صريحي لقاء المبالغ التي تدفعها على حسابات حطط (k)401 كم لقاء المبالغ التي يدفعها الموظفون أنفسهم. إذا فإيداع تعويضات الموظفون في حطط (k)401 يمكنهم من الاستفادة من تأجيل صرائبهم المستحقة دون أن تعمّر الشركة المشعة حقها في الحمض الصريحي³⁰

بمقدور الشركات طلباً أن تقدم التعويضات المؤجلة لمديريها عبر حطط (k)401 غير أن هناك حدوداً عالياً للمبالغ التي يمكن نعيمها سنوياً على حسابات حطط (k)401 فهي السنة الضريبة 2004، لم يكن يوسع موظف مشمول بحطة نظامية من حطط (k)401 أن يؤجل أكثر من \$13,000 من تعويضاته على مدار السنة³¹ ولكي تمنح الشركات مديريها فرصة الاستفادة من مبالغ تتخطى هذا الحد عمدت إلى اعتماد ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين خارج إطار حطط (k)401 التي نسمح بمعاملة صريية تقصيدية إذاً فالتعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين ليست فقط عبر مبيية على حطط (k)401 بل إن تلك حطط لا تشكل في حال من الأحوال القاعدة الأساسية للتوزيعات المؤجلة الخاصة بالمديرين.

وهكذا فإن الشركات لا تكتفي بالإسهام بعصبتها في حسابات التعويضات المؤجلة الخاصة بالمديرين لهجري استثمارها بعدد بلا صريية كما هي الحال بالنسبة للموظفين العاديين بل إنها تحجر عملياً جزءاً من أجر المدير في كل سنة وتضمه في حسابه الخاص

وتسمح لذلك الحساب أن يتمو بمعدل سنوي ثابت ومتفق عليه سلفاً، لتمود وتدفع للمدير في وقت لاحق جميع تلك المبالغ المعنطرة بالإضافة إلى عائداتها

بالطبع تدفع الشركة صريفة على الدخل الذي عليها لتحقيقه من أجل دفع عوائد حسابات الترميمات المؤجلة الخاصة بمديرها ومن ناحية أخرى لو كانت تلك الترميمات المؤجلة قد دفعت للمديرين وقت انتقالها إلى حسابيه، لكان استثمارها في السوق ودفع صريفة دخل على عائداتها إذاً فكما هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، تقوم خطط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين بتحويلهم من بعض أعبائهم الصريفة ونحوها للشركات التي يديرونها³²

حيثما يتساوى الموظفون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم، تفقد خطط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين، مثلها في ذلك مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم، غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الصريفة المفروضة على الموظفين والشركات مما يبل إنها مقابل كل دولار تخفضه من الأعباء الصريفة المترتبة على المدير تثقل كاهل الشركة بدولار إضافي يريد من أعبائها الصريفة. إذاً خطط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين مثل صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بهم وعلى عكس خطط 401(k) وصناديق التقاعد المؤجلة التي يستفيد منها الموظفون العاديون، لا تقدم أي مكاسب صريفة حيثما يتساوى المديرون والشركات في معدلات الضرائب المفروضة على دخولهم وفي قدراتهم على استثمار أموالهم³³

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين أيضاً هناك بالطبع العديد من الحالات التي قد تؤدي فيها خطط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين التي تخرج من إطار خطط 401(k) إلى زيادة أو نقصان حجم التهمة الكلية المتاحة للشركة والمدير معاً³⁴ فقد يمر على دخل المدير معدل صريفي يختلف عن ذلك المفروض على دخل الشركة. حتى لو تساوى كلاهما (أي المدير والشركة) في المعدل الصريفي المفروض على دخلهما فقد تحرر الشركة قدرأ أكبر من العائدات مما يحرره المدير (مع أن ذلك الاحتمال صئيل بالنسبة للشركات التي تتمتع بقدرة كبيرة على إيجاد مصادر تمويل إضافية كما سبق قنا أن رأينا أثناء مناقشتنا لموضوع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين). إلا أنه

ما من سبب منطقي مقنع بقطعاً يعتقد أن تأجيل ترميمات المدير أمر معقد لجميع الأطراف في عياد الحمص السوري الذي تصمته الحطوط المؤجلة. بل على العكس من ذلك قد يكون العبء السوري الاصلي على كاهل الشركة أكبر من الحمص السوري الذي يحصل عليه المدير من جراء اعتماد حطوط الترميمات المؤجلة. فبكون العبء السوري الكلي الذي يدفعه المدير والشركة معاً للحكومة قد ازداد بسبب اعتماد تلك الحطوط.

لننظر من على سبيل المثال مديراً على رأس شركة مربحة قد وعده مجلس إدارة الشركة بمعدل عوائد على ترميماته المؤجلة مرتبطاً بأحد مؤشرات سوق الأسهم. لو استثمر المدير تلك الأموال في البورصة لدى أحد صناديق الاستثمار في السوق، لاضطر لدفع صريية دخل على عوائد ذلك الاستثمار بمعدل يساوي ما يدفع عادة على عائدات رؤوس الأموال المدروية على المدى الطويل. وهو ما قد يصل في أعلى قيمة له إلى 15 بالمئة (ووقتاً لمعطيات العام 2004)³⁵ أما في حال تولت الشركة استثمار تلك الأموال - سواء في الأسهم عنها - أم في أسهم أخرى - أم حتى في أسهمها الخاصة - فإن عوائد ذلك الاستثمار ستتحص لصريية دخل الشركات التي قد تصل إلى 35 بالمئة³⁶

لذا يبدو مستقرباً أن يلجأ 90 بالمئة من الشركات إلى اعتماد حطوط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين لنفهم المريد من الأجر³⁷ وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين. هناك أسباب قوية تدفعنا للاعتقاد بأن حطوط الترميمات المؤجلة هذه ليست الصورة الأحدى لمح المديرين الترميمات التي يستحقونها وأنه لا مراً لاقب فضلاً أن الشركات التي تقدم لمديرها حطوطاً غير مؤجلة لترميماتهم المؤجلة الخاصة لا تقدم لوظائفها الماديين حطوطاً مماثلة. ولو كانت تلك الحطوط المقدمة للمديرين مجدبة - ولنقل لأن الشركة يملك على سبيل المثال عرض استثمار يحصل من العرض المناحة أمام المديرين أنفسهم - لوجب أن تكون تلك الحطوط مجدبة أيضاً بالنسبة لباقى الموظفين. غير أنه من المأثر إن لم نقل من المستبعد تماماً أن نجد شركات تقدم لوظائفها غير المديرين بالإضافة إلى حطوط 401(k) المؤجلة حطوط ترميمات مؤجلة وغير مؤجلة كذلك التي تقدمها لمديرها. هذا ما يقودنا إلى الاعتقاد الراسخ بأن مسح المدير حطة ترميمات مؤجلة وغير

مؤجلة مادية ما يؤدي فعلاً إلى تحميل التهمة الكفية للمدير والشركة معاً أي نادراً ما يكون في صالحهما المشترك.

المكاسب التموينية

على الرغم من أن المكاسب المرجوة على صعيد الجسدي من ترتيبات منح لمديرين تمويلات مؤجلة بمهدة كل البعد عن أن تكون واضحة، إلا أن ما تقدمه تكتيك الترهيبات للمديرين من مكاسب تموينية هو الأمر الأساسي. صحيح أن التمويلات المؤجلة يجب أن يصرح عنها في جداول التمويلات وذلك في العام الذي تكون فيه تلك التمويلات قد تمتح إلا أن المكاسب الأساسية التي تقدمه تلك التمويلات المؤجلة للمديرين يكمن في أن عوائد تلك التمويلات الممثلة من الضرائب التي تراكم في كثير من الأحيان وفق معدلات أعلى من مثيلاتها في السوق - تبقى في مئالي عن مرأى الرقابين الخارجيين.

حتى عندما لا يكون معدل العوائد الاسمي على التمويلات المؤجلة أعلى من معدل السوق فإن المعدل الفعلي لما يجنيه المديرين من ترتيبات التمويلات المؤجلة يبقى بكل تأكيد أعلى مما يبدو عليه الأمور وذلك بسبب مهدة عدم دفع المديرين لأي ضريبة على تلك الأرباح فهي حين يجب على المديرين دفع ضريبة الأرباح على ما يجنونه من استثمارات خارج إطار ترتيبات التمويلات المؤجلة بمقتورهم استثمار أموالهم في إطار تلك الترتيبات معفية من الضرائب - على حساب الشركات التي يديرونها إلا ما دام معدل العوائد الذي تقدمه ترتيبات التمويلات المؤجلة للمديرين أعلى من المعدل الصافي (بعد احتساب الضرائب) الذي يستطيعون تحقيقه في إطار استثماراتهم الخاصة فإن المديرين يجنون أرباحاً كبيرة وحقيقية لا تظهر في جداول التمويلات المعلقة. لقد ورد في تقرير نشرته صحيفة نيويورك تايمز على سبيل المثال أن روبرت جويرونا مدير شركة كوكا كولا تمكن من استثمار مبلغ مليار \$ من تمويلاته المؤجلة دون ضرائب وعلى مدى 17 عاماً³⁸ وقد تولت شركة كوكا كولا دفع بيان الحساب عبر دفعة ضريبة الدخل على ما جمته من أموال كانت بحاجة إليها من أجل تغطية العوائد التي صممتها لمديرها روبرت جويرونا على حساب تمويلاته المؤجلة³⁹

إضافة إلى ذلك وببعض تقدم حطط (k401) للموظفين المديريين عوائد تكافئ تلك السائدة في سوق الأسهم أو في الجداول الأخرى المتاحة عموماً فإن العديد من ترتيبات التمويل في المؤجلة التي تمنح للمديرين تضمن لهم معدلات عوائد أعلى من السوق على نحو ملحوظ. فأولئك المدبرون لم يحصلوا فقط على عوائد استثمارية معفاة من الضرائب لكن على حساب شركائهم بل إنهم قد حصلوا فضلاً عن ذلك على معدلات عوائد أعلى من مثيلاتها في السوق. وهو في هذا وذاك بقيت تلك الموائد الضخمة بعيدة عن مرمى المراقبين الخارجيين إلى حد بعيد.

تتم هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية الشركات بأن يصرحوا في جداول تمويلاتهم المتعلقة عن الموائد التي يجسبها كل مدير من تمويلاته المؤجلة في ذلك العام بمعدل يفوق معدل عوائد الاستثمار في السوق. وفي حال صمان معدل ثابت لموائد التمويل في المؤجلة فإن عبارة «معدل عوائد السوق» تعني تقريباً المعدل الذي يفوق 120 بالمئة من معدل عوائد رؤوس الأموال المدروسة السائدة والمعتمد من قبل مصلحة الإيرادات الضريبية المحلية بتاريخ تحديد المعدل المضمون لموائد التمويل في المؤجلة. وعبر استعمال هذا التعريف لمعدل العوائد الذي يفوق معدل عوائد السوق. تعكست الشركات في بعض الأحيان من منح مديريها معدلات عوائد أعلى من تلك التي بمقدورهم الحصول عليها بوسائلهم الخاصة وذلك دون الحاجة للإفصاح عن تلك العوائد في جداول التمويل المتعلقة.

يعد هذا التعريف لمعدل الموائد طويل الأمد الذي يفوق معدل عوائد السوق. والذي يثبت هيئة الأوراق والأسواق المالية. سخياً على نحو خاص لأنه يترك مجالاً للإدارة حرية اختيار وقت تحديد معدل الموائد الثابت بما يخدم مصلحة المديرين. فبمجرد ما ترتفع معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال المدروسة وتقدو أعلى من المعدل المضمون لموائد تمويل المديرين المؤجلة. تستطيع الشركات ببساطة اعتماد معدل أعلى من المعدل السابق. وما دام المعدل الجديد لموائد تمويل المديرين المؤجلة أقل من 120 بالمئة من المعدل الجديد المرتفع لعوائد رؤوس الأموال المدروسة، فإن الشركات تبقى غير ملزمة بالإفصاح عن تلك الموائد في جداول تمويل مديريها المتعلقة. أما في حال انخفضت معدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال المدروسة، فإن بمقدور الشركات أن تستمر في منح المديرين المعدلات السابقة التي

بانت الآن اعطى من 120 بالمئة من معدلات السوق. ولما كان شرط الإفصاح عن الموائد يرتبط بمعدل الموائد السائد في السوق على رؤوس الاموال المتدلية وقت تحديد معدل الموائد الممنوحة للمدير على ترميزاته المؤجلة. فإن تلك الموائد المدفوعة على حساب المدير لا تظهر في جداول الترميزات المعلنة مهما استخضت معدلات عوائد السوق لاحقاً

أخيراً فنعنى الموائد الناتجة عن معدلات أعلى من العتبة التي وضعتها هيئة الأوراق والأسواق المالية، من المرجح ألا تظهر بكاملها في جداول الترميزات المعلنة. إذ إن الرامية التصريح تنتهي بتقاعد المدير على الرغم من أن المدير غالباً ما يستمر بالتمتع بمعدل الموائد المرتفع إلى ما بعد تقاعده. إن مثل هذا الميكن من مكاسب ما بعد التقاعد -والذي قد يأخذ حجماً كبيراً جداً- لا يظهر على الإطلاق في جداول الترميزات التي تعلنها الشركات أمام الرأي العام.

وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين فإن خطط الترميزات المؤجلة قد تمر من المديرين لحظر الحسارة في حال إعلان شركاتهم إفلاسها فسي حين تلمر خلط (K401) الشركات بخصيص جزء من أصولها وموجوداتها ووضعها في مئام عن مديريها لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفيها من تلك الخطط، تبقى ترتيبات الترميزات المؤجلة الخاصة بالمديرين مجرد وعود مقدمة من قبل الشركات للمديرين بأن تدفع لهم مبالغ معينة على هيئة ترميزات في المستقبل. غير أن حقوق المديرين في تلك المبالغ ليست مضمونة كلياً في حال إعلان إفلاس شركاتهم. وكما هي الحال بالنسبة لصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، فإن الكويفرس يدرس في الوقت الراهن تشريعاً من شأنه أن يصعب على الشركات محاولتها حماية مديريها من هذا الخطر غير أن الشركات قد عمدت إلى الآن وفي كثير من الأحيان إلى انحاء المعلومات اللازمة لحماية مديريها من المخاطر التي قد تحدث بهم في حال إعلان إفلاسها. فكلية من الشركات كانت تلجأ إلى ما يسمى بأدوات الصيانة كسمدات الأمانة على سبيل المثال لضمان حصول المديرين على ترميزاتهم المؤجلة حتى في حالات إعلان الإفلاس. إضافة إلى ذلك دأبت الشركات في كثير من الأحيان على منح مديريها الحق بسحب ترميزاتهم المؤجلة في أي وقت يرويه مناسباً - كما هو الحال عندما يحصلون من مصادرهم الخاصة على معلومات

تفيد بأن شركتهم على وشك إعلان إفلاسها فتقبل دخول شركة أخرى في إجراءات إعلان الإفلاس على سبيل المثال سحب مديروها مبالغ طائلة بملايين الدولارات من حساباتهم في حقل تمويلاتهم مزيفة.

بالنسبة للمديرين وأصدقائهم من أعضاء مجالس الإدارة فإن صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين وإجراءات الترميمات المؤجلة كانت على الدوام معيدة جداً فلقد رددتهم بأدوات عملية وفاعلة من أجل تمرير مبالغ كبيرة من الترميمات عبر المرتبطة بالأداء إلى حساباتهم الخاصة وذلك عبر سراديب بنيت في كل قواعد التصريح للراعية بعيدة إلى حد كبير عن عيون المراقبين الخارجيين. وكما عبر أحد المحللين الاقتصاديين المختصين في نصيبهم خطط الترميمات فإن الإفصاح من ذلك العدد الكبير من خطط ترميمات المديرين - الممارسات التقاعدية، وصناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، والتمويلات المؤجلة والهياكل المشاركة للنأمن على حياة المديرين - لا يجيب على نحو صحيح على السؤال الأساسي الذي مصادره ما هي القيمة الفعلية التي يتوفرها المدير من مجمل هذه الخطط لدى تقاعده؟⁴⁰

هبات ما بعد التقاعد

تعد عقود الترميمات المديرين في كثير من الأحيان بسيل من الهبات التي يتكونها بعد تقاعدهم. فعلى سبيل المثال يحصل الكثيرون منهم على حق استخدام طائرة الشركة الخاصة لعدد محدود من الساعات في العام بعد تقاعدهم. وذلك بمرص تقبلهم شخصياً وفي بعض الأحيان بمرص نقل أفراد أسرهم أو حتى ضيوفهم أيضاً حتى إن بعض المديرين قد حصلوا على امتياز استخدام طائرة الشركة مدى الحياة بدون قيد أو شرط.⁴¹ ومن بين الهبات الأخرى التي كثيراً ما تلزم المديرين إلى ما بعد التقاعد نذكر مثلاً تخصيصهم سيارات مرودة يسائقون شخصياً. وتعيين مساعدين شخصيين لهم، وترويضهم بخدمات التجميل العالي، وإعطائهم بأنظمة الحماية المفرطة، ومنعهم بصورة الأندية المكثفة وبطاقات حضور النشاطات الرياضية وتخصيصهم بمكاتب مجهزة ومرودة بخدمات السكرتارية ومنحهم خدمات الهاتف الجوال بالمجان.⁴² لويس جهرستتر مدير عام شركة

أي يسي إم حصل لدى تقاعده على سبيل المثال على حق استخدام شقق وطائرات وسيارات وخدمات الحماية المنزلية والتخطيط المالي. أما بيريس موراي المدير العام السابق لشركة فليت بوسطن فكان من نصيبه 150 ساعة طيران مجاناً بطائرة الشركة الخاصة وسيارة مروحة يسانى شخصي ومكتب خاص في الشركة ومساعدين في المكتب وخدمة التخطيط المالي ومظومة حماية منزلية أيضاً

ومن الوجود الأخرى لتلك الهبات تقديم مساعدات «بحيرية لمنظمة يختارها المدير المتقاعد» شركة فليت بوسطن سمحت لمديرها العام موراي الحق في تسمية المؤسسات البحرية التي يرثيها لمنحها مبلغ 3.5 مليون \$ من محصنات الشركة للمشروعات البحرية⁴³ أما شركة فورد فوعدت مديرها العام المتقاعد ناصر بإطلاق منصة دراسية باسمه الشخصي في المؤسسة التعليمية التي يختارها (إضافة إلى ترويده بسيارة جديدة كل عام وبخدمات التخطيط المالي وبمكتب خاص في مباني الشركة ونهين مساعد شخصي له على مقعة الشركة)⁴⁴

إن الكلف الحقيقية لهذه الهبات أكبر في كثير من الأحيان مما قد يبدو عليه الأمر في الوهلة الأولى. لنأخذ على سبيل المثال حق استخدام طائرة الشركة من قبل المديرين المتقاعدين لأغراضهم الشخصية وهي هبة واسعة الانتشار في هذه الأيام فعلى الرغم من أن حجم الكلف المترتبة من جرء تقديم هذه الهبة قد يبدو في الوهلة الأولى محدوداً⁴⁵ إلا أنه قد يأخذ في الواقع أبعاداً ضخمة جداً لنحسب ما تكلفه رحلة الذهاب من نيويورك إلى كاليفورنيا بطائرة الشركة الخاصة ومن ثم الإياب بعد عدة أيام لما كانت الطائرة التي مقرها نيويورك ستعود بطاقتها إلى الساحل الشرقي بعد إيصال المدير المتقاعد إلى كاليفورنيا. فإن ما تكلفه الشركة في الواقع يقع كلمة رحلتين ذهاباً وإياباً، ما يمتد شأني عمليات انطلاق وهبوط وعشرين ساعة طيران تقريباً وإذا أخدمنا في الحسبان ثم الوقود وكلفة الصيانة وأجور الهبوط في المطارات والتكاليف الإضافية لطاقم الطائرة من طيارين ومضيفين ولما تكلفه الحوائث العرصة وتكاليف اهتراء الطائرة (عمرها يقص في كل ساعة تطيرها والأهم من ذلك في كل عملية انطلاق أو هبوط) إذا أخدمنا كل ذلك بالحسبان فإن كلمة رحلة المدير المتقاعد قد تبلغ نحو 550,000 \$ بأقل تقدير⁴⁶ لقد وعدت

شركة جهذات مديرها العام المتقاعد هري ار سيلفر سان بحق الانتفاع مدى الحياة من طائرة الشركة الخاصة أو من طائرة معاللة. يتم استجارها بألاف الدولارات في الساعة، في حال كانت طائرة الشركة مشمولة⁴⁷

ليس من عادة الشركات تقديم هبات ما بعد التقاعد لموظفيها المديرين. وهناك منطق اقتصادي مقنع يقول بتجنب تقديم مثل هذه الترميمات المهنية. فوعده الموظف بدفع مبلغ \$10,000 سنوياً لقاء أجور تشغيله في الطائرة أقل جموى من الناحية الاقتصادية من دفع هذا المبلغ له نقداً لينصرف به كما يشاء. والمنطق في ذلك واضح وبسيط. إذ عندما يرى الموظف التقاعد أن الوجهة الأمثل لصرف هذا المبلغ النقدي يتمثل في السفر بالطائرة، فإن دفع أجور السفر ودفع المبلغ نقداً يتكافأان تماماً. أما عندما يرى ذلك الموظف التقاعد، لسبب أو لآخر، أن من الأفضل له أن يصرف ذلك المبلغ أو جزءاً منه على الأقل لقاء حصوله على خدمات أخرى غير السفر بالطائرة. يكون تقديم المبلغ النقدي أفضل من دفع أجور السفر لأن دفع المبلغ النقدي يقدم للمتقاعد خدمات أكثر جموى لقاء تحمل الشركة الكلفة عنها

فصلاً عن ذلك من المنطقي أن تنمهر حاجات التقاعد وتشهد مع مرور الزمن. إذ أن الماعلى الاقتصادي يقول أن الترميمات المهنية يجب ألا تحدده على مدى مدد طويلة من الزمن. مع ذلك ترى الشركات في كثير من الأحيان تمنح مديريها الماعين ترميمات مهنية على المدى البعيد. لويس غير ستر مدير عام شركة أي بي إم على سبيل المثال حصل لدى تقاعده على حق الانتفاع من طائرة الشركة الخاصة وسهازانها ومكانتها وخدماتها في مجال التخطيط المالي على مدى عشر سنوات

ومع أن هبات ما بعد التقاعد لا يمكن اعتبارها من الترميمات المجدية لصنع الترميمات، إلا أنها توفر وسيلة فاعلة لتمويه ترميمات المديرين. إن قيمة تلك الهبات لا يصرح عنها عند الاتفاق عليها. كما أن الشركات لا تلاحظ أو تلمس الكلف المترتبة عليها من جراء تلك الهبات إلا بعد أن يكون المديرون قد حرجوا على التقاعد. وحينها لا تدرج قيمة تلك الكلف في جداول ترميمات المديرين الراعين التي تثير استياء المراقبين والمهنيين. فهبات ما بعد التقاعد توفر إذ وسيلة جديدة تضاف إلى ما سبق ذكره من وسائل أخرى لصنع المديرين

قيمة إضافية دون الحاجة لذكر تلك القيمة الإضافية في جداول نمو مصاب المعلنة أو حتى إدخال قيمتها الحقيقية في حساباتها المعلنة

عقود الخدمات الاستشارية

كما هي الحال بالمسبة لهبات ما بعد التقاعد، فإن عقود الخدمات الاستشارية تقدم للمديرين حجماً كبيراً من القيمة المضافة. فذلك المقود عادة ما تضمن للمديرين العامين المتقاعدين أجراً سنوياً لقاء «جهوريته» لتقديم النصيحة والمشورة للمديرين العامين الجدد لعدد محدد من المصاعفات في الشهر على مدار السنة. وتظهر الإحصاءات أن ما يقارب 25 بالمئة من المديرين العامين يدخلون بعد تقاعدهم في معادلات مع شركاتهم القديمة من أجل تحصيل عقود استشارية مدفوعة الأجر⁴⁸

شركة إيه أو إل نايم ووزير على سبيل المثال تدفع لمديرها العام السابق المتقاعد جيهالد إم. نعيم مليون \$ سنوياً لقاء خدماته الاستشارية التي لا تتعدى خمسة الأيام في الشهر الواحد⁴⁹. وفي العام 2000 وعدت شركة كارتر - ووليس مديرها العام السابق هيري هويت بأن تدفع له بعد تقاعده أجراً سنوياً قدره \$311,000 لقاء خدمات استشارية مشابهة لخدمات نعيم⁵⁰. وقد تفاوض تشارلز لي المدير العام المساعد سابقاً لشركة فيرير مع مجلس إدارة الشركة على مبلغ 6 ملايين \$ لقاء خبراته الاستشارية في الستين الأوليين بعد تقاعده. أما رزمة التقاعد التي حصل عليها رولاند ألن مدير عام شركة دلتا إير لاينر سنة 1997 فتتمحور عقداً استشارياً بقيمة 3.5 ملايين \$ على مدى سبع سنوات يقدم فيها خدماته الاستشارية للشركة في الرمان والمكان والمدد الرسمية التي تناسبه وبأقل قدر ممكن من الإزعاج وفق ما ورد في سجلات الشركة المعلنة⁵¹. يحصل المقدم المبرم مع الشركة لفسيد ألن أو لورثته مبلغ \$500,000 سنوياً حتى في حال إفاقته التامة أو وفاته⁵²

إن هذه العقود الاستشارية إما تقدم الأجر السهل والمضمون لقاء جهورية المديرين القدامى لتقديم المشورة لقاء عمل فعلي يقدمونه وعادة لا تستفيد الشركات من تلك الجهورية التي يدفعون ثمنها بأعطاء سوى نادر. فبعض المنظر عن الأسباب والمسوغات يجد المديرين العامين الجدد عامة غير مهائين لأن ينشدوا النصيح من منظر انهم السابقين⁵³

فوضلاً للتقارير. لا يتحدث السيد أن المدير العام المتقاعد لشركة دانا على سبيل المثال لا سادراً مع مديرها العام الجديد ليو مولين. ويقرر أن الحبراء الاستشاريين لا تصميم رزم الترميمات. فإن المديرين المتقاعدين لا يقدمون للشركة في إطار هذه العقود الاستشارية، وفي أحسن الأحوال، الا قدر ضئيل جداً من القيمة المضافة. فكما يقول فرانك غلاسبر مدير عام مجموعة تصميم الترميمات، ليست تلك العقود الاستشارية إلا معظمها سوى وسيلة لوضع حجم ترميمات نهاية خدمة المديرين المتقاعدين. ووضلاً لحسبهم آخر يعمل في حفل ترميمات المديرين هو ألي جوسون، فإن «غالبية المديرين المتقاعدين لا يقدمون سوى القليل من الخدمات لقاء ما يتقاضونه من أجر. إذ عادة ما تكون طلبات (المديرين الجدد) محدودة جداً».

وكما هي الحال بالنسبة لهبات ما بعد التقاعد. فإن الأجور التي يتلقاها المديرين المتقاعدين في إطار عقودهم الاستشارية لا نجد طريقها إلى جداول الترميمات المعلقة؛ لأنها تدفع لهم في وقت لا يهودون فيه على رأس عملهم، إلا أن المارق بين الوسيطين يكمن في أن العقود الاستشارية تسمح لجالس الإدارة بأن تروى المديرين بالمال نقداً لا على شكل هبات عينية³⁴ وفي الواقع فإن أجور العقود الاستشارية هي في الأساس جزء من ترميمات نهاية الخدمة، موزعة على دفعات، ومقننة في هيئة أجور تدفع لقاء عمل يقوم به المدير بعد تقاعده.

إذا كانت أجور هذه العقود الاستشارية مجرد وجه من وجوه الترميمات المتقدمة في نهاية الخدمة. فما هي ميزة وضعها في إطار عقود استشارية؟ إن هذه الترميمات المتقدمة فضلاً عن كونها لا تظهر في جداول الترميمات المعلقة، فإن تمويلها كأجور تدفع للمديرين لقاء خدماتهم الاستشارية يخفي طبيعتها الحقيقية كجزء من ترميمات نهاية الخدمة التي تهدف في الأساس إلى زيادة حجم الترميمات الكلي التي يحصل عليها المديرين لقاء عملهم قبل التقاعد. قد يعتقد بعض المراقبين بأن المديرين العاملين المتقاعدين سيقدّمون فعلاً بصائح واستشارات قيمة لحفائظهم، ولذلك فهم يظنون أن هذه الترميمات بصفتها مسبوقة ومصنعة لقاء ما يقدمه أولئك المديرين من خدمات ثمينة بعد تقاعدهم. إلا أننا لسنا بحاجة لأن نذكر أولئك المراقبين بأن هذه العقود الاستشارية لا ترتبط على الإطلاق بين

ما يتلقاه أولئك المديرين المتقاعدون من أجور وما يقدمونه من إسهام في تعظيم قيمة أسهم شركاتهم، لا قبل تقاعدهم ولا بعده

فصل الأجر عن الأداء

على الرغم من أن المصنوع اللاحقة ستناقش بشيء من الإسهاب مشكلة عدم وجود رابطة قوي بين الأجر والأداء في ظل ما هو سائد من ممارسات متعلقة بأمور الترميمات التي تقدم للمديرين، فإن من لجدهم ذكره هنا أن المكاسب التقاعدية التي ياقضها في هذا الفصل مستقلة إلى حد بعيد عن أداء أولئك المديرين. فمصدايق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين تقدم لهم من حيث تصميمها بعض الموانع الإضافية على تعويضاتهم النقدية وذلك بعض النظر تماماً عن أدائهم الفعلي. كما أن الترميمات المؤجلة تمنح المديرين قيمة إضافية عبر زيادة دخلهم على نحو مضمّن من الصرائب وبمعدلات تفضيلية لا ترتبط عادة لا من قريب ولا من بعيد مع أدائهم الفعلي. وعلى نحو مشابه فإن هبات ما بعد التقاعد والمقود الاستشارية التي يحصل عليها المديرين بعد تقاعدهم عادة ما يجري الاتفاق عليها وتثبيتها سلفاً دون أي ربط بالأداء المستقبلي للمديرين

قد يقول قائل إن المكاسب التقاعدية هذه إنما تأتي نتيجة مفاوضات موضوعية مهمة على مطالب الدراع بين المديرين ومجالس الإدارة لأنها تقدم وسيلة لمنح المديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بطريقة أكثر كفاءة من الناحية الصريمية من زيادة الأجور السنوية المثق عليها. إذ إن المادة 62 (m) من قانون الإيرادات الصريمية الداخلية تحدد عتبة مليون \$ لكل مدير كحد أعلى لمجموع الترميمات السنوية غير المرتبطة بالأداء التي يمكن إعمالها من صريمية الدخل. تفضل الشركات إلى الانضمام حول هذه الميود المبروسة على إمكانية الاستفادة من الخصص الصريمية عن طريق منح المدير الترميمات غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعده. في وقت لا تمود تلك القيود مقروسة التطبيق، لو كان من المجدي فعلاً لسبب أو لآخر أن يتم منح المديرين هذا الحجم الكبير من الترميمات غير المرتبطة بالأداء لكان هناك تفصيل صريبي للتهام بذلك من ضمن رزمة المكاسب التقاعدية لا على هيئة أجر نصدي أصلي. إن تمرير القهمة الإضافية للمديرين عبر قنوات المكاسب التقاعدية لا يقي

تلك الشهمة في معنى من مراقبة حملة الأسهم فحسب. بل في معنى أيضاً من تطبيق المادة 162 (م) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية

نوسلما جداً بجدوى منح المديرين حجماً كبيراً وثابتاً من الترميزات غير المرتبطة بالأداء. فإنه من مصلحة حملة الأسهم بالطبع أن يتم تطبيق الخصم الضريبي على كامل تلك الترميزات، لذلك قد يفضل حملة الأسهم، في حال لم تكن أمامهم أي خيارات أخرى أن يتم دفع معظم ترميزات المديرين غير المرتبطة بالأداء بعد تعداد المديرين، حيث لا تعود المادة 162 (م) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية قادرة على تقييد حجم الترميزات الذي يخضع للخصم الضريبي. غير أن السؤال الأهم يتجس فيهما إذا كان من المجدي عملاً منح المديرين ذلك الحجم الكبير من الأجر غير المرتبط بالأداء إن ما تقدمه المكاسب التقاعدية من مكاسبات تمويلية كبيرة لا يقتصر فقط على جعل حجم الترميزات الكلي في جد أول الترميزات الخسنة يبدو أصغر مما هو عليه فعلاً، بل إن المكاسب التقاعدية تخفي أيضاً الحجم الحقيقي لتجرب غير المرتبط بالأداء من تلك الترميزات وتجمعه يبدو أصغر مما هو عليه في الواقع.

9 قروض المديرين

في 31 كانون الاول/ديسمبر 1998، تضمنت لائحة القروض الضمونة من شركة كونسيكو (المنوحة لكبار الموظفين والمديرين) الاسماء والقيم الآتية، للسيد هيلبرت \$106,982,175، للسيدة غونيو \$29,362,942، للسيد ديك \$51,259,296، للسيد كوس \$7,872,996، للدكتور ديكانسر \$17,539,752، والسيد غولفاوير \$24,871,750

النصريح الإعلاني الوجه لشمسي

شركة كونسيكو عام 1999

على الرغم من أنه لم يعد مسموحاً للشركات المسهمة العامة في الوقت الراهن أن تمنح القروض لمديرها من ممارساتها السابقة في هذا المجال تشكل حيز مثال على عمليات التمويل و لحداد التي كانت تجري في داخلها

فلقد جرى استعمال القروض المقدمة للمديرين عمداً لنفعهم حجماً كبيراً من التمويلات غير المرتبطة بالأداء بطريقة لا تثير انتباه المراقبين الخارجيين.

الانتفاع من القروض

كانت الشركات في الماضي تمنح قروض بكثرة لمديرها وكبار موظفيها أو نصم لهم تقديم تلك القروض من قبل طرف ثالث¹ وكانت عالية تلك القروض تقدم دون كفالة أو قصد بكفالة ملكية اسهم الشركات عندها إضافة الى ذلك كانت فوائد غالبية القروض حمص من بموائد المساعدة في السوق. حتى أن نسبة كبيرة منها كانت تمنح دون فائدة وفصلاً عن ذلك كله كان العديد من تلك القروض يُسحب مهائناً

حينما تقدمت شركتا وورلد كوم و كمارت وعبرهما من الشركات التي كانت تمنح مديريها قروصاً ضخمة بصيحات إعلان إفلاسها عام 2002، بدأت سمعة القروص تتهدد وتتفقد معنى سلبياً إلا أن رأي العام هذا ما دعا مجلس النواب إلى تضمين قانون ساربنس-أوكسلي الصادر عام 2002، حظراً يمنع الشركات من منح القروص لمديريها وكبار موظفيها إلا في حالات استثنائية وبإدارة جداً² غير أنه جرى استثناء القروص الإجارية من ذلك انحظر كنتيجة لذلك اسم المديرون في قطب المكاسب بمهارات الدولارات من قروصهم الجارية حتى بعد دخول ذلك القانون حيز التنفيذ³ وعلى الرغم من أن منح القروص لم يعد في الوقت الراهن خياراً متاحاً أمام الشركات تقدم عبره التويضات لمديريها، إلا أن الإقبال الكبير على منح القروص في الماضي يقدم لنا خير دليل على أن المديرين ومجالس الإدارة يميلون إلى احتجاز تلك الصبغ ثمديراً من أشكال التويضات التي تسبح بانقدر الأكبر من التويه والنداء.

بعد نقرض الذي منحه شركة وورلد كوم لمديريها العام برنارد ابرس من أكثر القروص التي ذاع صيتها وتناولتها الأفلام والأفيس بالنقد⁴ في المدة الممتدة بين أيلول/سبتمبر عام 2000، وبداية عام 2002، منحت شركة وورلد كوم مئات ملايين الدولارات - ما يعادل نحو 20 بالمئة من التعمقات المتدفقة في ميزانية الشركة - على نحو مباشر أو غير مباشر للمسيد ابرس كقروص دون كفاءة ودلت مساعده على تسديد دين هامشي في حسابه الخاص امر تبسط بشأله كسداد بمقابل ذلك التزم ابرس ألا يبيع حصته من أسهم الشركة منحت تلك القروص للمسيد ابرس بمائة عاصمة تراوحت بين 15 بالمئة و 35 بالمئة وهي أقل بوضوح من الموائد التي كانت سائدة في ذلك الحين بالنسبة للحسابات ذات الهوامش الكبيرة - فشركة ثشارلر شواب على سبيل المثال كانت تفرض فائدة قدرها 5 75 بالمئة على القروص ذات الهوامش الكبيرة - وذلك على الرغم من أن القروص التي منحت للمسيد ابرس كانت من دون كفاءة بمخلاف القروص الهامشية لثلاثة بمائة كبيرة التي كانت تتطلب تقديم ما يضمن تسديدها

عندما ترك ابرس شركة وورلد كوم كان ما يزال مديراً لها بمبلغ قدره 408 ملايين \$ ووفقاً لتعليقات إنهاء خدمته فقد أمعن حتى عام 2008 لكي يرد ديونه للشركة. لكنه من المرجح

ألا يبرد سوى جزء يسير من ذلك المبلغ الصخم. عيّد إعلان شركة وورلد كوم اختلاسها غدت حصّة إيرس التي التزم عدم بيعها بقيمة القفمة تقريباً. ولذلك لم ولن يتمكن من تسديد الائتمانات المستحقة عليه وفق الترتيبات المذكورة أعلاه⁶. لو كان إيرس قد استدان قرضاً نظامياً من شركة سميرة أو مقاولات ويغاندة مرتفعة لما حل بالمقرض ذلك القدر الميسر الذي حل بشركة وورلد كوم. فالمقرض العادي كان سيصبح يده على كفاية المقرض. وهي حصته من أسهم شركته ويبيعها لتغطية القرض في الوقت المناسب حيّ كان سعر تلك الأسهم لا يزال مرتفعاً بما يفي بالمرص.

بالطبع هناك أمثلة أخرى عن شركات منحت مديريها قروصاً ضخمة أو صنعت لهم مثل تلك القروص. ففي عام 1999 على سبيل المثال قدمت شركة كوسيكو لمديرها العام صماعات بمنحه قروصاً بقيمة 175 مليون \$ كما صنعت للمديرين الآخرين منهم قروصاً بلغ مجموعها 375 مليون \$ وذلك لتمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهم الشركة. وعدد ما حسرت تلك الأسهم معظم قيمتها في السوق لاحقاً⁷. لجأت الشركة إلى منح مديريها قروصاً إضافية بمئات الملايين من الدولارات بقيمة تمكينهم من دفع فوائد القروص الأولى⁸. بلغ حجم القروص الممنوحة للمديرين حداً فاق معه صافي أرباح الشركة للعام 1997 والذي كان قد بلغ 567 مليون \$⁹. وقد بقيت مئات الملايين الدولارات من تلك القروص حتى منتصف عام 2004 غير مسددة¹⁰. وعلى نحو مشابه صنعت شركة كومديسكو لمديريها قروصاً بأكثر من 100 مليون \$ بقيمة تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها التي انخفض سعرها فيما بعد على نحو عمودي إلى القاع¹¹. كذلك أقرضت شركة تايكو مديريها العام مبلغ 62 مليون \$ تمويضاً له عن تكاليف انتقال مقر عمله.

على الرغم من أن غالبية القروص الممنوحة لمديري باقي الشركات كانت أصغر حجماً من القروص التي منحتها شركات وورلد كوم أو كوسيكو أو كومديسكو أو تايكو إلا أنه مما لا شك فيه أن تلك الممارسة كانت واسعة الانتشار. فقد خلصت دراسة قامت بها مكتبة الشركات، وهي شركة أبحاث مستقلة إلى أن أكثر من 30 بالمئة من أكبر 1500 شركة في أمريكا كشفت في بياناتها الاقتصادية التقييمية للعام 2002، أنها قد منحت مديريها قروصاً نقدية¹². بلغ متوسط حجم كل منها 11 مليون \$. كما أظهرت تلك الدراسة أن

مجموع المديونية الداخلية في تلك الشركات على هيئة قروض بلغ 4.5 مليارات ونصف المليون دينار ومع أن الكثير من تلك القروض النقدية جرى ربطها بشراء أسهم الشركة المانحة. إلا أن عدداً كبيراً منها صرف لأغراض أخرى. مثل تحسين ظروف المعيشة أو بهدف الاستثمار في أسهم الشركات الأخرى في السوق وما إلى ذلك من الأغراض التي من الواضح أنها لا تمت إلى العمل في الشركة المانحة بأي صلة فضلاً عن ذلك فإن أكثر من 25 بالمئة من الشركات التي كشفت أنها منحت القروض لمديريها لم تكلف نفسها بماء ذكر الأغراض التي من أجلها منحت تلك القروض¹²

هل منح القروض يتدرج ضمن إهراء العقود على مطالب الدراع؟

إن غالبية الموظفين يخصصون البيوك. لا أرباب العمل من أجل الاقتراض. وهذا لا شك فيه أن الشركات كانت ستؤدي دور البنك بالنسبة لجميع موظفيها. وليس فقط بالنسبة للمديرين. لو كانت قادرة فعلاً على القيام بذلك بكمية وفاعلية أكبر من البيوك. وأغلب الظن أن الشركات لا تؤدي ذلك الدور على نحو منظم لأنها ببساطة لا تملك أي أفضلية تفضلية على البيوك الخارجية في تقديم الخدمات المصرفية. وبالفعل فقد خلصت كاتلين كابل و كولديب شاستري في دراسة لهما إلى أن غالبية الشركات التي تقدم القروض لمديريها تحصل تكاليف إقراض أعلى من تكاليف الإقراض التي يتحملها المقرضون التقليديون¹³ ولما كان الاقتراض من المصارف ميسراً للمديرين بدرجة تيسره بمسئلتها لباقي الموظفين على الأقل، فإنه من غير المتوقع أن تلجأ الشركات، التي تتعاقد مع مديريها وموظفيها وفق مبدأ المساواة على مطالب الدراع، إلى تقديم القروض للمديرين دون باقي الموظفين.

رءاء 40 بالمئة من القروض تقدم للمديرين بهدف تمكينهم من شراء المزيد من أسهم شركاتهم¹⁴. وعادة ما يعالج بلى إقراض المال للمديرين بموافقة تضامنية من أجل تطبيق ذلك الهدف يصب في صالح حملة الأسهم. وذلك عبر جعل مصلحة المديرين تتفق ومصلحة حملة الأسهم. لكن، حتى لو كان تقديم المفاضل المالية للمديرين لاقتراض المال وشراء حصص أكبر في شركاتهم أمراً مطلوباً فإنه ليس من الضروري أن تقوم الشركات نفسها بتقديم تلك القروض

لنقتصر على سبيل المثال أن شركة ما ترغب في تشجيع مديريها على استئداء قرض بقيمة مليون 5 لتمكينه من شراء حصة له من أسهم الشركة. يوسع الشركة تحقيق ذلك عن طريق إغراء المدير ذلك المبلغ من المال مباشرة بمساعدة أدنى من السوق بفئتين مؤتمنتين على سبيل المثال. لكنها وكهديل لهذا الأسلوب، تستطيع أيضاً أن تجعل المدير يقتصر ذلك المبلغ من السوق وبالمساعدة الساندة، وتأخذ بمسألة على عاتقها أن تدفع له كل عام ما يكافئ فائدة مقدارها 2 بالمائة من قيمة القرض حتى الانتهاء من سديده. من الواضح أن الأسلوب الثاني يقدم الحوافز الاقتصادية ذاتها التي يقدمها الأسلوب الأول، لكن دون حاجة الشركة للاعتماد على عملية الإقراض التي لا تقع ضمن نطاق عملها أو اهتمامها.

لكن اللافت أن الشركات التي تقدم القروض لمديريها من أجل تمكينهم من شراء حصص لهم في ملكية أسهمها لا تتخذ في أحسن الأحوال سوى القليل من الخطوات الكثيرة يمنع أولئك المديرين من بيع ما كانوا يمتلكونه من أسهم الشركة قبل الأضرار. وكنتيجة لذلك وحده الدراسة التي قامت بها كاهل و شاستري أن قرصاً يمكن المدير من شراء 100 سهم من أسهم شركته لم يرد حصته المئوية منها وسطياً سوى بتسوية أسهم لا مبر¹⁵ لا شك أن نتيجة كهذه تجعل من الصعب تسويق إجراء منح القروض. بصمته أداة فاعلة لزيادة حصة المدير في ملكية أسهم الشركة.

تصويه نمب الموائد المدعوة

إن معدلات الموائد التفصيلية التي عادة ما تدارم القروض المقدمة للمديرين تشكل بعد ذاتها توصيات اصافية لا يحصلون عليها في حال اقتراضهم من البنك وفق أسس التفاوض على مطلق الدراع. فحينئذ من المعترض أن يدفعوا الفائدة الساندة في السوق لكن 50 بالمائة من الشركات التي تقدم القروض لمديريها تقدمها دون فوائد على الإطلاق، وما تبقى من الشركات لا تفرص على القروض سوى سويات فائدة منخفضة على نحو واضح عن السويات الساندة في السوق. إن الفارق بين معدل الفائدة في السوق ومعدل الفائدة المعروضة على القروض المموحة من قبل الشركات يشكل تمويضاً حازماً يدفع للمديرين ويثقل كاهل الشركات التي لن يتم تسديد تلك القروض.

غير أن ذلك التمويل في كثير من الأحيان لا يظهر على نحو كامل في جداول التخصيصات المالية التي تحظى عادة باهتمام الرقاب الخارجي. تلزم القوانين السائدة الشركات بمشر للمارقي بين معدل الفائدة المقرض على القروض الممنوحة للمديرين ومعدل الفائدة السائد في السوق ضمن عمود التخصيصات النسبية الأخرى من جدول التخصيصات المالية. غير أن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحدد بوضوح معنى تغيير معدل الفائدة السائد في السوق. ولذلك لجأت الشركات إلى استعمال هذا المصوغ عطاء لإعمال ذكر حجم الدعم الناتج عن تخفيض معدل الفائدة كلياً أو جزئياً من جداول تخصيصاتها المالية.

لقد أغفلت شركة وورلد كوم على سبيل المثال من جداول تخصيصاتها المغطاة الأرباح الضمنية التي كانت تقدمها لمديرها العام السيد أيرس على صورة خفض معدل الفائدة المقرض على القروض الممنوحة له على الرغم من أن معدل الفائدة المقرضة كان أقل بوضوح من معدل الفائدة السائد في السوق على القروض الهامشية. وقد بررت الشركة لاحقاً أعمالها ذلك بأنها قد لجأت، ولأسباب لها علاقة بالتبسيط، إلى اعتبار فائدة القروض الممنوعة هي الفائدة السائدة في السوق. حيث كانت الشركة تقترض بتلك الفائدة من أحد مصادر اقتراضها. لقد لجأت شركة وورلد كوم إلى هذه الحيلة من أجل اغفال مكاسب ممنوحة للسيد أيرس بملايين الدولارات كل عام وعدم ذكرها في جداول تخصيصاتها المالية.

يذكر أن قوانين الصرايب تلزم المديرين الإعلان عن الأرباح الضمنية التي يتناولونها من القروض التي يحصلون عليها بفوائد أخص من الفوائد السائدة في السوق. وتلزمهم أيضاً بدفع الصرايب المترتبة عليها. وسعد إدارة الإيرادات الصربية الداخلية في الولايات المتحدة تلك الأرباح انطلاقاً من الفرق بين ما يدفعه المديرين عملاً من فوائد لشركاتهم المانحة للقروض وما يجب أن يترتب على تلك القروض من فوائد إذا ما أخذ معدل الفائدة المعدل القدرالي الذي تحدده لوائح إدارة الإيرادات الصربية الداخلية وفقاً لحصائص القروض الممنوع لسوء الحظ فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لم تحد حدود إدارة الإيرادات الصربية الداخلية في العديد المقصود بمعدل الفائدة السائد في السوق

بهذا الوضوح. الأمر الذي منح الشركات إمكانية استغلال هذا الموضع لإغفال أرباح المديرين الضمنية الناتجة عن سبب الفوائد المدعومة وعدم ذكرها في جداول تمويلاتها المعلنة، وهي أرباح يجب على المديرين ذكرها في نصائجهم الضريبية الخاصة التي يقومون بتقديمها بغية إسداد جزء من صرائب دخلهم التي يدفعونها

صحيح أن تلك القروض الممنوحة للمديرين وشروط منحها كانت تذكر عادة كجزء من المعلومات التي تصدر بها الشركة في ملاباتها المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية لدى تسجيل المعاملات التجارية الخاصة بأطراف على علاقة بالشركة غير أن الشركات عموماً لم تكن مجبرة على التصريح بقيمة تلك القروض الضخمة الممنوحة للمديرين في جداول تمويلاتها - أو في أي موضع آخر من سجلاتها المالية.

إعفاء المديرين من تسديد القروض

لقد أدى إعفاء المديرين من تسديد قروضهم إلى زيادة أرباحهم الضمنية التي تمنحها القروض الممنوحة لهم¹⁶ فالتدبير الذي يقترح المال من البنك سيكون مجبراً على تسديد القرض وفوائده وإلا فإنه سيواجه خطر مصادرة البنك لممتلكاته. لكن من غير المستغرب أن تكون الشركات عندما تقدم القروض لمديريها أكثر لاهية معهم من البنوك. فأكبر من 25 بالمئة من الشركات التي قدمت في بياناتها الاقتصادية المعلنة معلومات حول ما إذا كانت تطلب من مديريها تسديد القروض أم لا، أشارت إلى أنها قد إعفت مديريها من تسديد قروضهم في الماضي أو أنها تفضلهم من ذلك في الوقت الراهن¹⁷

ووفق التقديرات فإن قروصاً مجموعها نحو مليار 5 جرى منحها قبل دخول قانون ساربنس - أوكسلي عام 2002 حيز التنفيذ. سيجري إعفاؤها من التسديد في نهاية المطاف. إما أثناء وجود المديرين في مناصبهم وأما بعد انتهاء خدماتهم¹⁸ ومن ألفت أن الشركات عندما تعفي مديريها من تسديد قروضهم، فإنها عادة ما ترهب على ذلك بأن تقدم لهم مبالغ نقدية كبيرة من أجل تسديد صرائب الدخل المترتبة على عملية الإعفاء هذه إضافة إلى ما يتربى على عملية تقديم المبالغ النقدية من صرائب أخرى¹⁹

في كثير من الأحيان كانت الشركات تلزم صراحةً بمد توقع المقود مع مديريها بأنها ستحصلهم من تسديد القروض التي ستمنعهم إياها كلياً أو جزئياً وذلك شريطة تحقيق بعض المطالب. على شاكه أن يبقى المديرون في منصبتهم مدة محددة من الزمن. إن بحواهر التي تصممها قروض الاحتفاظ هذه لمديرين هي في معظمها غير مرتبطة بأدائهم. إذ أن كل ما يجب على المديرين فعله هو يقادهم في مناصبتهم. اصاعة إلى ذلك فإن تلك القروض تمثل فرصة مناسبة لإحشاء المريد من التوظيفات. إن تلك المبالغ الممدية الضخمة الممددة للمديرين لم تكن تذكر في حدود التوظيفات في وقت منحها. بل في وقت لاحق عندما يتم الإحصاء رسمياً (وهو ما يحدث عادة في السنة الأخيرة من خدمة المديرين) فضلاً عن ذلك فإن الشركات لم تكن تصرح عن تلك الأموال بوصفها جزءاً من الآخر أو الراتب. وهو ما يعبر صراحة عن خفية عدم ارتباط تلك الأموال بالأداء. بل كانت تدرجها تحت بند «توظيفات سنوية أخرى». ما ينترك الأمر عامساً وصديقاً

لما كانت القروض تمنح بعرض تمكين المديرين من شراء حصص في ملكية أسهم الشركة المانحة فإنه من المفضل أن يتم التناقص الصمعي بين الشركة والمديرين على أن يحصل المديرين من تسديد القروض في حال تدهور أسعار الأسهم على بحو كبير (أو أن يحجم الشركة على الأقل عن مطالبة المديرين بتسديد أقساط القروض ما دامت أسعار الأسهم منخفضة). إن ترتيباً كهذا يشبه من حيث النتيجة ترتيباً آخر أكثر منه كفاءة من الناحية الصربية. يعتمد منح المديرين خيارات شراء الأسهم بسعر ستخدم إجمالي مساوي قيمة المرحر. أما من منظار المدة على التموه فهناك فرق أساسي بين الترتيبين كان يمثل في أن مسح العيارات كان يجب أن يدوّن في جدول التوظيفات لمحنة في حين لم يكن ذلك ينطبق على منح قروض.

يمكننا القول إذ أن الشركات استطاعت عبر وسيلة منح القروض أن تقدم لمديرها مراداً اقتصادية مشابهة لتلك التي كانت تقدمها خيارات الأسهم لكن من دون أن يظهر قيمة تلك المراداً في حدود التوظيفات المعلنة والمكشوفة تعاماً على جمهور المراقبين والمهتمين.

وهكذا فإن ارتفاع سعر الاسهم تمكن المدير من تسديد قرصه وتحقيق المكاسب دون وجوب تدويرها في جداول التمويلات. وفي حال بقيت أسعار الأسهم دون قيمة القرص وجرى إعفاء المدير في الواقع من تسديد القرص، فإن القيمة المعادلة لا تظهر في جداول التمويلات إلا في سنة اقرار الاعفاء ولما كان الأعضاء عالياً ما يحدث بعد ترك المدير للشركة فإن ادراج القيمة المعادلة في جداول التمويلات يحدث في وقت من المرجح ان يكون المدير قد عدا فيه عبر اية مسخطة حملة الاسهم الذي سيظهر خبر الإعفاء

تمويه عملية بيع الحصص

إضافة الى كل ما سبق من أشكال استعمال القروض أداة لممارسة التمويه والحداد، كانت القروض تستعمل أيضاً غطاءً لأعضاء حجم عمليات بيع الحصص التي كان يقوم بها المدبرون. وهكذا اعتاد المثاب من المديرين كل عام على اجراء عمليات مقايضة تم بموجبها تسديد القروض عبر بيع الحصص²⁰

قبل دخول قانون ساريس-اوكلتي لعام 2002، حذر التعميد كان يجب على المديرين الذين يبيعون حصصهم في السوق أن يعلنوا عن ذلك قبل اليوم العاشر من الشهر الذي يلي عملية البيع. اما عندما كان المدبرون يبيعون حصصهم لشركائهم مباشرة تسديداً لقروضهم. أي عندما كانوا يجرّون عمليات مقايضة فإنهم لم يكونوا ملزمين بالإعلان عنها حتى اليوم الخامس والأربعين من السنة المالية التالية للسنة التي جرت فيها عمليات المقايضة. بهذا تكون القروض قد وفرت غطاءً سمح للمديرين بإحفاء عمليات بيع حصصهم لمدد قارب سنة كاملة²¹ ومن أكثر تلك الحالات شهرة وأسوأها سمعة ما قام به ديبس كورلوسكي مدير عام شركة تايكو اد باع حصته من أسهم الشركة التي كان يديرها بقيمة 70 مليون \$ للشركة ذاتها لكي يسدد بجزء من تلك الأموال قروضه لديها على الرغم من استمراره في الادعاء علناً بأنه لم يبيع من أسهمه في شركة تايكو سوى القليل القليل²². ثم يتم كشف عملية البيع هذه إلى العلن الا بعد وقت طويل. بعد أن كانت أسهم الشركة قد انخفضت على نحو كبير

الجزء

الثالث

⋮

فصل الأجر

عن الأداة

التعويضات القائمة على غير حقوق الملكية

10

تعاون بالقة من المجاح هو مجرد نجاح ظاهري.

- وودي آبي

لقد ادى التأثير الكبير الذي يتمتع به مديرو الشركات في آنية تحديد مرتباتهم الخاصة الى حصولهم على تعويضات مالية أكبر كثيراً عما كانوا سيحصلون عليه في معاومات موضوعية على معال الذراع مع اصحاب الشركات تأخذ بالحسبان الخدمات الفعلية التي يقدمها امديريون لشركاتهم ولعل الاهم من ذلك أنهم، أي امديريون قد وظفوا سلطتهم لإيزام عقود تضمن لهم أجوراً مرتفعة حتى عندما يكون ادؤهم سيئاً - وهي ترتيبات تضعف الرابطة بين التعويضات المالية والاداء، وتؤدي في بعض الاحيان الى نشوء حوافز هدامة تقف عائقاً أمام تحسين الأداء. ان مسألة فشل برامج ومخطط التعويضات في تحفيز امديريين في الاتجاه المطلوب هو ما سررر عليه في هذا الجزء من الكتاب

صحيح ان المعاومات على مطال الذراع بين المديريين واصحاب الشركات قد تضعي ان ررم ضخمة من التعويضات لصالح امديريين. بيد ان تلك البررم يجب ان تهدف الى تحفيز اولئك المديريين فعلياً للعمل على خلق القيمة وتضظيم راس المال¹ وبالمعل فقد دافع خبراء عن النمو الكبير في حجم تعويضات امديريين، وجرى تصويره على انه تطور ايجابي وعلى انه امر ضروري لتحقيق الموافق بين مصلحة المديريين ومصلحة حصة الاسهم بيد ان مشكلة تكمن في ان الاموال الطائلة التي يدفعها حملة الاسهم على صورة تعويضات مالية مقدمة للمديريين لا تؤتي أكلها ولا تحمر المديريين لتحسين ادائهم الفعلي بانقدر. نتوحى ان جوء أكبر من التعويضات التي تدفع لمديريين. سواء تلك التي تستند الى حقوق الملكية

أم تلك القائمة على غير حقوق الملكية. لا يرتبط على الإطلاق بأداء المديرين. وفي أحسن الأحوال يرتبط به ارتباطاً ضئيلاً

سمرى في فصول لاحقة أن تمويزات المديرين التي تستند إلى حقوق ملكية الأسهم والحوافز هي في الواقع أقل ارتباطاً بأداء المديرين مما كان متوقفاً. لكن سمنظر أولاً إلى الجبره الأكبر من تمويزات المديرين وهو الجبره القائم على غير حقوق الملكية - أي تلك التمويزات التي لا ترتبط بالتميزات التي تطرأ على سعر سهم الشركة في السوق على الرغم من أن الجبره القائم على حقوق الملكية من تمويزات المديرين قد تصخم على نحو ملحوظ في العقد المبرم واستحوذ على القسط الأكبر من الاهتمام و نقد فإن التمويزات القائمة على غير حقوق الملكية لا تزال تشكل جزءاً أساسياً من حجم التمويزات الكلية. ففي عام 2002، على سبيل المثال بلغ متوسط انبائغ المدفوعة للمديرين العاملين في الخمس مئة شركة الأكبر في أمريكا و لدرجة على لائحة إسبي 500 أكثر من مليوني دولار أمريكي على هيئة رواتب ومكافآت²

كما سمرى لاحقاً هناك أسباب كثيرة تجعل تمويزات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية في جرنها الأكبر قليلة فعالية في تحفيزهم لتحسين أدائهم. فمادة ما يتلقى المديرون الذين يؤتي بهم من خارج الشركة حتى قبل دخولهم إلى مكائهم مكافآت ضخمة على هيئة هدايا مرحيية ثمينة، وأثناء عطلم قد يكافؤون بزيادة مرتباتهم وحتى بمكافآت تصرف لهم بكرم شديد لجره أن تحقق الشركة أرباحاً ليست بالضرورة ثمرة لجهودهم وفي كثير من الحالات قد لا يكون لهم أي فضل في تحقيقها على الإطلاق ومع أن العرض من منح المكافآت ربما يتمثل في تشجيع وتحفيز المديرين على الأداء الجهد نجد أن المكافآت كثيراً ما تمنح على نحو روتيني حتى إنها قد تمنح في بعض الأحيان لمديرين كان أدائهم سيئاً

إضافة إلى المكافآت غير المرتبطة بالأداء يستفيد المديرون من العديد من أشكال التمويزات المخفية على عرار التمويزات المرتبطة بالتقاعد وكذلك القروض التي يجري التعامل معها على نحو مستقل إلى حد بعيد عن سوية الأداء الفعلي. كما أن الترتيبات السخية لتمويض نهاية الخدمة أسهمت أيضاً في تفاقم ظاهرة تلك الارتباط بين الأجر والأداء في المحصلة مع أن قوانين الضرائب تجعل منح المديرين تمويزات غير مرتبطة بالأداء بحجم

بصوق المليون دولار أمريكي في العام أمراً مكلفاً. إلا أن الشركات قد ابتكرت طرقاً ووسائل مختلفة لتقادي تلك القيد والالتزام حول روحيتها. ومع العشل المؤكد لقوانين الضرائب في هرسن سقط المليون دولار أمريكي سميماً على الدخل غير المرتبط بالأداء. يمكن القول إن السويات التي نصل إليها تلك الأجور والتمويضات أعلى مما هو متوقع بكثير.

تأثير المصادفة في الأجور والمكافآت

تشخص الرؤية الاقتصادية الصحيحة القائمة على مبدأ تقديم الحوافز الفعالة للموظفين والعاملين بأن يكافأ المدبرون أيضاً على أدائهم الجيد. بيد أنه يجب علينا قياس سوية أداء المديرين بالمقارنة مع أداء نظرائهم. فليس هناك أي قيمة تجميعية في مكافأة المديرين على ارتفاع سعر سهم الشركة في سوق البورصة أو على ارتفاع أرقام إيراداتها المحاسبية. إذا لم يكن ذلك الارتفاع أو الارتفاع ثمره لجهود المديرين أو نتيجة لقدراتهم بل كان مجرد انعكاس لتغيرات عامة تشمل السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة أو مجرد نتيجة لأشور تحدث ببعض المصادفة.

وإذا ما أريد لأجور المديرين والمكافآت المدبوحة لهم أن تؤدي دورها في تحفيزهم في الانجذاب المرجو. فلا بد من ربط قيم تلك الأجور والمكافآت بالأداء الفعلي للمدير الحي. وذلك بالقياس إلى أداء نظرائه في القطاع الاقتصادي ذاته ما حوّل في أندية الرماية المصنوعة. ولكي يكون نظام المكافآت فاعلاً يجب أن يكافئ المدير فقط على إسهاماته الفعلية في رفع السوية الدنيا لأداء الشركة في مدة رسمية محددة.

لم تجب حتى الآن جميع الدراسات التجريبية التي أجريت على أرض الواقع في إيجاد علاقة ارتباط قوية ودائمة بين التويضات المالية التي تمنح للمديرين - على شكل أجر ومكافآت - وسوية أدائهم الفعلي مقارنة بأداء نظرائهم في القطاع الاقتصادي ذاته. ومع أن مثل تلك العلاقة كانت قائمة بوجه أو بأخر في التسعينيات من القرن الماضي. إلا أنها لم تكن قائمة لا في السبعينيات ولا في الثمانينيات منه³. هذه الحقائق تدل على أن التويضات المالية التي كانت تمنح للمديرين كانت في أحسن الأحوال مرتبطة ارتباطاً ضعيفاً ومرحلياً بأدائهم الفعلي.

وبينما يشكل ربط الأجر المدفوع للمديرين بأدائهم السبي حاضرًا حقيقياً يدفعهم فضلاً نحو تحسين أدائهم. فإن ربط الأجر بالتميزات التي تظا على سمر سهم الشركة في سوق البورصة أو على أرقام إيراداتها المعاسبية بعض المظهر عن الجهود الفعلية التي يبذلها المديرين لا يمكن أن يشكل ذلك الحافز المطلوب وفي حين يتوقع المرء ربط الأجر بالأداء الفعلي للمديرين عندما تكون عقودهم نتيجة لمساومة على مطالب الدراع بينهم وبين مجلس الإدارة. فإن ربط أجر المديرين بالتميزات التي تظا على سمر سهم الشركة التي لا علاقة لها بأدائهم هو نتيجة مباشرة للتأثير الذي يتمتع به المديرين أنفسهم في آلية تحديد مرتباتهم ومكافأاتهم. يتخذ المديرين المتنافسون في الإدارة تحقيق الشركة لأبي مكاسب في السوق، ولو لم تكن ثمرة جهودهم الخاصة، فرصة وديعة لإقرار زيادة في التعميزات التي يتقاضونها. فإذا ارتفع سمر سهم الشركة أو ارتفعت قيم إيراداتها فإن الإدارة الوافقة تحت نمود المديرين ستجد في ذلك الارتشاح مسوغاً مريحاً لكي تمنح المديرين زيادة في أجورهم ومكافأاتهم. إضافة إلى ذلك فإن ارتشاح سمر السهم يجعل حصة الأسهم أقل ميلاً لممارسة زيادة أجور المديرين وفي بعض الأحيان قد لا يلاحظون تلك الزيادة أصلاً في الواقع هناك دلائل واضحة على أن التعميزات النقدية التي يتقاضاها المديرين العامون ترتبط ارتباطاً قوياً بارتشاح اسعار الاسهم في سوق البورصة عموماً⁴

إلى جانب الدراسات التي تدل على ارتباط تعويضات المديرين بما يحدث في السوق عموماً هناك دراستان تظهرا موضوع أن الزيادة في التعميزات النقدية التي يتقاضاها المديرين ترتبط أيضاً بشار المصادفة (أي الأرباح غير المتوقعة) التي تحصلها الشركة المعنية أما بسبب ظروفها الخاصة وأما لأسباب لها علاقة بالقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة بوجه عام. فقد بحثت الدراسة الأولى التي أجراها أوليفر جين بلاشارد و فلوريسيو لوبر دي سيلاس و أندري شلايفر⁵ في الشركات التي اعتمدتها 11 شركة مطففة للتصرف بالأموال التي استردتها من جراء إفصال أو ربح عدد من الدعاوى القضائية لم يكن للعدد الأكبر من تلك القضايا أي علاقة بالنشاطات الحالية للشركات. كما لم يكن للمديرين الحاليين في العدد الأكبر من الحالات أي دور في استرداد تلك الأموال مع ذلك خلصت الدراسة إلى أن 16 بالمئة من صافي المبالغ المستردة وسطها تم صرفها على

شكل تمويلات إحصائية مبحث المديرين الثلاثة الأعلى أجراً في كل شركة لمدة ثلاث سنوات متتالية بعد استرداد المبالغ من ثمار المصادفة هذه قد أدت إلى زيادة وسطية في حجم التمويلات المالية لأولئك المديرين بلغت 84 بالمئة.

أما الدراسة الثانية التي قامت بها ماريان برتراند وسموغيل ميلش فقد خلصت إلى أن مديري الشركات عادة ما يكافئون ل مجرد ان يحالف الحظ القطاع الاقتصادي الذي تتبع له شركاتهم⁶ ووجهت نداسة اهتمامها إلى التمويلات التي يتقاضاها مديرو الشركات في الأوقات التي يحقق فيها القطاع الاقتصادي الذي تتبع له تلك الشركات نجاحاً مميّزاً وذلك لأسباب تقع خارج مجال سيطرة مديري الشركات في ذلك القطاع، وقد مهتت الدراسة ثلاث حالات مختلفة: (1) عندما يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى تحسين أداء شركات الصناعات النفطية (2) عندما يؤدي تهر ممدلات صرف العملات إلى أرباح تحسب لصالح الشركات المتأثرة بالاستيراد و(3) عندما يبلي جميع الشركات الأخرى في القطاع الاقتصادي ذاته بلاءً حسناً لأسباب أخرى ممايرة للأسباب المذكورة في الحالاتين التابقتين. لقد كانت نتيجة هذه الدراسة أن مديري الشركات في جميع تلك الحالات كانوا يتقاضون التمويلات ذاتها عن كل دولار تربحه شركاتهم سواء أكان ذلك بالمصادفة انصرفة (أي بالخطأ) م يسهل ذلك من الأسباب أي أن تمويلات المديرين لا ترتبط على الإطلاق بالطريقة التي تحققت بها أرباح الشركات

من غير المتوقع أن تنص العقود التي تأتي نتيجة لمفاوضات على مطالب الدراع إلى ترايط بين الآخر المصوح للمديرين وحسن أو سوء حظهم أو طالعهم. فكافأة مديري الشركات على التطورات الإيجابية التي تحدث دون فعلهم. بل بمحض المصادفة يرتب على تلك الشركات تكاليف محموفة بالمخاطر دون أن يقدم للمديرين أي حوافز حقيقية في الاتجاه المطلوب. أما عندما يسمح للمديرين بالتأثير في نظام أجورهم ومكافأاتهم. فمن المتوقع أن يمتثلوا أي فرصة سانحة تتحلف شركاتهم فيها ثمار المصادفة من أجل أن يرفقوا أجورهم ومكافأاتهم لعامة

هل تؤدي أنظمة الملاءات غرضها، فتكافئ المديرين على حسن أدائهم؟

نتوجه بامتصاصنا الآن إلى بنية أنظمة المكافآت والملاءات السائدة. إن كلمة «ملاءة» إما تسمى دفع المال الإصلي مقابل الأداء المتميز ومن هنا قد يعجب لعدم وجود علاقة وثيقة بين ما يدفع للمديرين من مكافآت وملاءات من جهة وسوية أدائهم بالمقارنة مع نظرائهم من جهة أخرى. غير أن نظرة فاحصة عن قرب إلى كيفية تصميم أنظمة المكافآت من شأنها أن توضح السبب وتبطل العجب، فعادة ما تبني أنظمة الملاءات أو المكافآت على نحو تسمح معه المديرين قيمة مضافة حتى عندما لا يكون أدائهم جيداً إلى الحد المطلوب.

تجلب الشركات إلى اعتماد معايير موضوعية وأخرى ذاتية لتعدد أهداف المديرين للحصول على المكافآت كما لتعدد قيم تلك المكافآت. يمكن تصور المعايير الموضوعية على شكل أهداف يمكن التحقق من تحقيقها بسرعة وسهولة وبالاتجاه على تلك المعايير يمكن للشركات أن تشطب المكافآت التي ترتبط ولو شكلاً بالأداء من الضرائب الواجبة عليها وفقاً للمادة 162 من قانون الضرائب. بيد أن هذه المعايير عادة ما تجري صياغتها في الواقع بحيث تسمح للمديرين بالاستفادة منها حتى عندما يكون أدائهم عادياً

في بعض الحالات ترتبط المكافآت على سبيل المثال بتحقيق قيمة محددة لبرائفة الشركة لكن تحقيق هذا الهدف نادراً ما يكون مؤشراً واضحاً على أن المدير قد نجح فعلاً عبر أدائه الشخصي. في خلق قيمة إصلية لحصة الأسهم. وفي حالات أخرى يجري منح المكافآت للمديرين عندما تتجاوز أرباح الشركة في سنة ما أرباحها في السنة التي سبقتها. إن اعتماد الفوائد المعنوية للسنوات السابقة يمكن بعض المديرين من حصد المكافآت حتى عندما يكون أدائهم سيئاً إذ إن أرباح شركة ما قد تكون الأسوأ بين نظيراتها من شركات القطاع الاقتصادي ذاته. ومع ذلك أفضل من أرباحها في السنة السابقة. وإذا ما أحداً شركة تتراجع أرباحها في كل عام حول سوية منخفضة من الأرباح على مدى سنوات عدة، فإننا سلاحظ ارتفاعاً سلبياً في الأرباح في نصف عدد السنوات. من اللافت فضلاً، لكنه بمطاراما لا يجب أن يشهر العجب، إن غالبية كبرى من الشركات التي تعتمد أنظمة المكافآت المبنية على أساس المعايير الموضوعية لا ترتبط المكافآت التي تمنحها لمديرها بأدائها السبي قياساً إلى نظيراتها في القطاع الاقتصادي عموماً⁷

إن مكافأة المدير العام على إنجاز نتائج أفضل من السنة المصنفة لا تقتل فقط في تحفيزه في الاتجاه الصحيح بل إنها قد تقضي أيضاً على ما عدده من حوافز في ذلك الاتجاه. فمظام كهذا من شأنه أن يخفف من فعل الجراء الذي ينمو من له المدير في حال سوء أدائه. إذ إن أداء المدير السيئ في سنة ما قد يؤثر سلباً على مكافأته في تلك السنة لكنه سيؤثر إيجاباً على مكافآت السنة اللاحقة. ومن جهة أخرى يضعف هذا النظام أيضاً من فعل المكافأة الممنوحة للمدير بسبب أدائه الجيد. فإداء المدير الجيد في سنة من السنوات قد يرفع مكافأته في تلك السنة، لكنه سيصنّف عليه مصدر المكافآت في السنة اللاحقة لأنه يرفع سوية النتائج التي عليه تحصيلها حينئذ.

هناك طرائق أخرى تلجأ إليها الشركات من أجل تحديد المكافآت الهادفة التي تحسن الأداء. فالتبصص على سجل الممثل يحدد تلك المكافآت بناءً على أرقام إيرادات المهرابة المتضمنة إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد، التي ترتبط عادة بإداء سوق البورصة عامة لا بجهود وإداء مديري تلك الشركات. حتى إن بعض الشركات تربط نظام مكافأاتها بالإيرادات المعسوبة من تصاريح والإرباح المتوقعة، من ذلك الاستثمار التي قد لا تتحقق على أرض الواقع. وفي الواقع فإن تصحيح أرقام الإيرادات المستخدمة في تحديد المكافآت، بحيث تبدو خالية من إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد أمر لا يبطوي على سموات كبيرة⁸ على الرغم من أن الماري بي أرقام الإيرادات المصححة وغير المصححة قد حصل إلى فهم كبيرة جداً⁹.

لقد تصممت حسابات مهراية شركة جسرال الكتيك في العامين 2000 و 2001، على سجل المثال وكجزء من إيراداتها إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.3 مليار دولار أمريكي في العام 2000 و 2 مليار دولار أمريكي في العام 2001 أي ما سيمته 10 بالمئة و 11 بالمئة من إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العامين المذكورين وقد استخدمت الشركة هذه الإيرادات في احتساب المكافآت الممنوحة لمديريها. وفي العامين المذكورين صرحت شركة أي بي إم أيضاً عن إيراداتها من الاستثمار في صناديق التقاعد التي بلغت 2.1 مليار \$ أي ما سيمته 10 بالمئة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في العام 2000 و 904 مليون \$ أي ما سيمته 13 بالمئة من مجمل إيراداتها قبل احتساب الضرائب في

العام 2001، وكشركة جسرال إلكتروك أدخلت شركة أي سي ام هذه الإيرادات في احتساب التعميمات التي مبعثها لمديريها. وفي العام 2001، صرحت شركة فيريرون كوميونيكيشن عن ربح صاف مقداره 389 مليون \$ وصمعت مديريها مكافآت معينة على أساس ذلك الربح. لكن الربح الصافي لتلك الشركة كان مبلغ مبالغاً سلبياً لولا احتساب إيرادات الاستثمار في صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار \$. فقد استخدمت الشركة إيرادات صناديق التقاعد لتحويل خسارتها إلى ربح متخذه من ذلك درجة لمنع المكافآت لمديريها.

والأسوأ من ذلك، أنه قد تكشف لاحقاً أن صناديق التقاعد التي تمتلكها شركة فيريرون لم تحقق في الواقع أي إيرادات حقيقية في العام 2001 بل إنها تحملت خسائر وصلت إلى 3.1 مليار \$. فكيف تمكنت تلك الشركة أداء من التصريح عن إيرادات بلغت 1.8 مليار \$ من استثمارات صناديق التقاعد التي يمتلكها؟ لقد اعتمدت الشركة على «توقعاتها» وحددت للمستقبل عوائد بمسبة 9.25 بالمئة على موجودات تلك الصناديق. وذلك وفقاً لقواعد احتساب الميراثية المعمول بها في ذلك الوقت¹⁰ في الواقع الأمر لم تكن إيرادات صناديق التقاعد البالغة 1.8 مليار \$، التي جرى توظيفها لتحويل ميراثية الشركة من مجال الحسارة إلى جسر الربح، تنعكس واقع حال تلك الصناديق، بل كانت ببساطة نتيجة نظرية تعديل في الافتراضات التي بنيت عليها الحسابات. ومن المؤكد أن هذه النتيجة النظرية لم تحلق على أرض الواقع أي قيمة اضافية لا للشركة ولا لحصة أسهمها.

بالطبع قد يحدث أن تسمى صناديق التقاعد بالحسارة فيبدو ادخال نتائج الاستثمار فيها إلى حسابات الميراثية سبباً لحفص إيراداتها. وقد يؤدي ذلك نظرياً إلى حفص المكافآت المسموحة للمديرين التي تعتمد على أرقام تلك الإيرادات. لكن لم تسجل على العموم أي حسارة لصناديق التقاعد في سوق البورصة على مدى العقدين المنصرمين التي اتسمت بالمخاطر على صمود أسهم تلك الصناديق وبالفعل بمجرد انتهاء تلك المدد وتدهور أداء صناديق التقاعد وتحويل تأثيرها على حسابات الميراثية من الإيجابي إلى السلبي سارت جسرال إلكتروك و فيريرون وغيرهما من الشركات إلى إسقاط نتائج الاستثمار في صناديق التقاعد من ألية حساب مكافآت مديريها. وذلك لكي لا يؤثر تدهور حال صناديق التقاعد سلبياً

على حجم تمويليات المديرين. وفي بعض الحالات جرى تطوير هذه التمديلات في احتساب مكافآت المديرين على أنها وجه من وجوه الإصلاحات الإدارية في تلك الشركات¹¹

من الواضح أد أن نظام المكافآت يمتد إلى تحقيق مصالح المديرين في أن يضمنوا لأنفسهم سوية مرتفعة من الأجر بقص النظر عن سوية أدائهم. هذا ما عبر عنه بوصوح وصراحة أحد المدربين بخفايا الأمور في هذا المجال أثناء مقابلة صحفية معه إذ يقول

إنهم يستخدمون الآن صيغاً لاحتساب حجم المكافآت تتعلق بالأداء - لعل أنها تصمد على حقوق ملكية انحصارات أو الأسهم. لكن غالبية تلك الصيغ لا نعدو كونها هراء. فعندما تصعب صيغة ما لا بد لك أن تحدد أهدافاً يجب تحقيقها - لكن أولئك المستعدين من تلك الصيغ هم أنفسهم من يضع تلك الأهداف - ومن مصلحتهم الإبقاء على تلك الأهداف منخفضة لكي يضمنوا تحقيقها¹²

بالإضافة إلى المعايير الموضوعية - التي رأينا أنها غالباً ما تحقق في ربط الأجر الممنوح للمديرين بأدائهم الفعلي - يعتمد الكثير من أنظمة المكافآت في الشركات كلها أو جزئياً على معايير ذاتية تقديرية. فعلى سبيل المثال قد تلجأ مجالس الإدارة إلى اعتماد ما يسمى «اتحاد القرارات الاستراتيجية» أو «ممارسة التفاهة المائعة» أساساً لتحديد مكافآت المديرين لكن من المنطقي أن يختلص لحكم على مدى تحقيق المعايير الذاتية بين مراقب وآخر الأمر الذي يضع في نهاية المطاف قرار منح المكافآت بيد مجلس الإدارة أو بيد لجنة إقرار الترميمات التابعة له.

يمص حبراء الاقتصاد يدافون عن استخدام المعايير الذاتية التقديرية على أساس أن المعايير الموضوعية لا يمكنها أن تعكس أداء المديرين على نحو كامل وعادل. وبسبب هذه الرؤية فإن إضافة بعض المعايير الذاتية يمكن مجلس الإدارة من تحديد قيمة المكافآت اعتماداً على صورة أكثر اكتمالاً ودقة حول أداء المدير¹³. إساً يوافق على أنه في حال كان مجلس الإدارة يرغب فعلاً في ربط الأجر بالأداء ربطاً وثيقاً فإن دعم المعايير الموضوعية بمعايير مكملة ذاتية يمكن أن يساعد على تحقيق الهدف المنشود. لكن العائدة المرجوة من اعتماد بعض المعايير الذاتية إلى جانب لاتحة المعايير الموضوعية تتعلق على نحو حاسم

بعدى صحة الاضراس الأساس بأن مجلس الإدارة يسعى هملًا عبر تلك الإضافة إلى تعزيز الربط بين الأجر والأداء. من غير المتوقع أن يؤدي اعتماد المعايير الذاتية إلى تمتع العلاقة بين الأجر والأداء في حال كانت العلاقة بين المدير ومجلس الإدارة شخصية وحميمة وتخطت حدود علاقة العمل الرسمية. وفي غياب تلك العلاقة الرسمية فإن تلك المعايير الذاتية تغدو استتسائية ولا تشكل سوى أداة اضافية بيد أعضاء مجلس الإدارة لمكافحة المديرين بالرغم من أدائهم السيئ وللقول في الوقت نفسه أنهم إنما يسمعون في ذلك إلى تحقير المديرين لتحصين أدائهم ومنظمتهم قيمة راسمال الشركة. في الحقيقة إن اعتماد المعايير الذاتية في الحكم على الأداء من شأنه أن يؤدي إلى غياب كلي لأي علاقة قوية تربط بين التوقعات المالية المقدمة للمديرين وسوية أدائهم الفعلي.

إلى جانب اعتماد أهداف موضوعية لكنها سهلة أو اللجوء إلى معايير ذاتية استتسائية خلاصة أمام مجالس إدارة الشركات إجراء آخر يمكنهم من منح المكافآت للمديرين بالرغم من أدائهم السيئ فبعض مجالس الإدارة تلجأ ببساطة إلى خفض سوية الأهداف الموضوعية عندما يتضح لهم أنه من غير المحتمل أن يجتهد المديرون العاملون في تحقيقها أو حتى بعد أن يكونوا قد أحققوا هملًا في ذلك.

ولعل أحد أحدث الأمثلة على ذلك تخفيض شركة كوكا كولا لأحد أهم أهدافها في النظام الذي تتبعه لمكافحة مديريها المعاصين¹⁴ عندما احتل بوعلاص دامت منصبه في الشركة كمدير عام سنة 2001 وعدم مجلس الإدارة بمكافحة اضافية إذا ما ارتفعت إيرادات الشركة بمعدل 15 بالمئة سنوياً على مدى خمس سنوات ابتداءً من 1 كانون الثاني/يناير 2001 وقد حددت تلك المكافأة بين 30 مليون \$ و60 مليون \$، وذلك وفقاً للارتفاع الذي ستحققه إيرادات الشركة فوق الهدف (الذي هو 15 بالمئة) وقد صرحت لجنة التوقعات في شركة كوكا كولا أن نظام المكافآت المتفق عليه مع السيد دامت يسمح له بتحقيق ثروة كبيرة شرط أن يقدم أداء متميزاً في شهر نيسان/أبريل 2001، حصصت الشركة إيراداتها المتوقعة في حزيران/مايو 2001، أي بعد عدة أشهر فقط من إقرار خطة المكافآت ودولها حين التمهيد. حصص مجلس الإدارة الهدف الذي وضعه شرطاً لحصول المدير على المكافأة من 15 بالمئة زيادة سنوية في الإيرادات إلى 11 بالمئة

بطريقة مشابهة خصصت شركة إيه تي & تي من الأهداف التي وصفتها شرطاً لدفع المكافآت لمديرها في منتصف 2002 بعد أن اتضح أنهم لن يحققوا تلك الأهداف المتفق عليها. لقد مكّنت هذه الحركة المديرين الحزمة الأعلى أجرأ في الشركة من الحصول على ما قيمته 29 مليون \$ على شكل مكافآت¹⁵. بعض الشركات الأخرى أصابت إلى شروط منح مكافآتها مادة توضيحية تعطي للمديرين الذين يعملون في تحقيق تلك الشروط الحق في الحصول على تلك المكافآت في حال كان ذلك يتفق مع مصلحة الشركة الملهمة¹⁶.

المكافآت الممنوحة على إبرام صفقات الخصم

لقد رأينا كيف أن المكافآت المنصوص عليها في العقود المبرمة بين المديرين ومجالس الإدارة لا ترتبط بأداء المديرين على الوجه الذي ينوقه المرء في حال كانت تلك العقود ثمرة مساومة على مطلق الدراع بين المديرين ومجالس الإدارة. ولأننا لنجد هذا التعاب التام لأي رابط بين الأجر والأداء أيضاً في الممارسات التي تمنح مكافآت مجانية وبلا مقابل، وغير منصوص عليها في العقود السارية المعمول. وخير مثال على تلك الممارسات منح المديرين مكافآت دسمة لقاء إتمام عمليات صمم شركات أخرى. تظهر الإحصاءات أن مكافآت سخية بملايين الدولارات الأمريكية وبلا مقابل قد منحت للمديرين العامين في 40 بالمئة من عمليات الخصم الكبرى أثناء العقد المنصرم. وذلك لقاء الإشراف على عمليات الخصم. وقد اتعدت تلك المكافآت شكلاً مثيراً في معظم الحالات¹⁷.

ففي أيلول/سبتمبر عام 2000، على سبيل المثال وقع مدير شركة تشايس مابانتي كوربوريشن ويليام هاريسون، صفقة لخصم شركة دجي بي. مورمان & كومباني بقيمة 30.9 ملياًر \$¹⁸. وقد منح مجلس الإدارة السيد هاريسون مكافأة بقيمة 20 مليون \$ (مصمها على شكل راس مال مقفّل) تدفع له في العامين 2001 و2002. لقاء إشرافه على هذه الصفقة التي كلفته مفاوضات على مدى ثلاثة أسابيع. أما نواب السيد هاريسون الثلاثة ومن بينهم جيموي تي. بيوري الذي لم يكن بمصفي على التحاقه بالشركة سوى أربعة أشهر، فقد حصل كل منهم على مكافأة خاصة بمبلغ 10 ملايين \$ تصاف إلى أجورهم ومكافآتهم وتمويضاتهم الأخرى. وبدورها دفعت شركت ناشمس بانك لمديرها العام هاغ مالك كول بويهور ما يقارب

45 مليون \$ على شكل رأسي مال مقيد بعد أن صنت مصرف باسك إف إميركا أما ويليام واهر مدير عام شركة إل باسو كوربوريش فقد حصل على مكافأة قدرها 29 مليون \$ بعد عقد صفقة لضم شركة سوبل¹⁹ إلى ذلك حصل ادوارد وابناكر مدير عام شركة إس بي سي كومبوتيكيشن على مكافأة قدرها 33 مليون \$ اعتراضاً بجهوده لإبجاح صفقة الاندماج مع مجموعة باسبميك نيلسمن عروب والجهود التي بذلها في مسألة ضم شركة أخرى²⁰

ومع أن ضم الشركات قد يدفع بتهمة أسهم الشركات الهدف إلى أعلى ويعود على أصحابها ببعض ملحوظ، إلا أن ذلك لا ينسحب عموماً على الشركات التي تقوم بعملية الضم²¹ فقيمة سهم الشركة التي تضم شركة أخرى لا ترتفع عادة إلا المدة الزمنية التي تلي عملية الضم مباشرة²² إحدى الدراسات الحديثة قدرت حسائر حملة أسهم الشركات التي أتمت عمليات ضم في المدة الممتدة بين عامي 1980 و 2001، بمبلغ 218 مليار \$²³ أما الدراسة التي أجرتها مجلة بيرسن ويك حول صفقات الـمـم الصفقة التي جرت في ربيع 1998، فقد خلصت إلى أن 61 بالمئة من الشركات القائمة بعملية الـمـم قد ألحقت خسارة محققة بعملية أسهمها وبيدت ممتلكاتهم، وذلك عبر دفع أثمان تقوى التقييم العملية للشركات التي صممتها²⁴

إذاً يرج بعض المديرين بشركاتهم في عمليات ضم ليست في صالح حملة أسهم تلك الشركات إحدى الإجابات المعتدلة على هذا التساؤل تقول إن أولئك المديرين يرمون في توسيع حجم إميراطورياتهم، ما من شأنه أن يزيد من حجم أرباحهم ويرفع من مقامهم في السوق. أما التصبر الآخر فيتمثل في ثقة المديرين الرائدة بأصهم واعتقادهم الراسخ بقدرتهم على النجاح في رفع قيمة الشركة الهدف التي يسمونها مهما كانت الظروف

في جميع الأحوال من غير المنطقي أن نشوغل من المديرين لجم انتداعهم نحو توسيع إميراطورياتهم. والإقدام على عمليات ضم أقل مما هو في صالح حملة أسهم شركاتهم. بل إن القلق، وبخلاف ما تقدم قد ينبع من أن المديرين عموماً يميلون إلى توريث شركاتهم في عمليات ضم أكثر مما هو في صالحها لذلك لا داعي لتصميم أي عقد جيد أي مكافآت اصلاية تصرف للمديرين عند قيام الشركة بضم شركة أخرى. وبالمثل فإن تقديم الوعود للمديرين بمكافآت تصرف لهم لقاء إبرام عمليات الـمـم -أو مجرد جعلهم يتوفرون تلك المكافآت- من شأنه أن يعاقبهم مثل أولئك المديرين المتابعين فيه أصلاً إلى ضم الشركات الأخرى.

من الملائم أنه وإثناء الأشهر الثمانية عشر التي تلت الصعقة التي قامت بها شركة تشايس لصمم شركة دجيه بي مورغان التي حصل مديرو تشايس بعدها على مكافآت بقيمة 50 مليون \$ خسرت أسهم تشايس مائاتن أكثر من 30 بالمئة من قيمتها صحيح أن هذه الحسارة قد تكون ناتجة عن أسباب أخرى تماماً، لكن ما حدث لشركة تشايس لا يمثل حالة فريدة ومعزولة فقد خلصت دراسة احصائية حديثة قام بها باييم غريستاي و بول هريبار إلى نتيجة مفادها ان صفقات الصمم التي تقدم عليها الشركات تؤدي في المتوسط إلى خسائر لدى حملة أسهمها في حين يُمنح مديروها مكافآت دسمة على اتمام تلك الصفقات، والاسوأ من ذلك أنه كلما علت المكافآت الممنوحة للمديرين ارتفعت في المحصلة خسائر حملة الأسهم²⁵

حتى لو كانت صفقات الصمم شريفة فعلاً من وجهة اسهم الشركة التي تقوم بالصمم فإنه من غير المنطقي من منظور مبدأ التحميم الضاعل، أن يُمنح المديرين مكافآت خاصة وإضافية لاتمام تلك الصفقات. فوجب ألا ننسى أن رزمة التمويلات التي يتفق عليها مع المديرين تتضمن في الأساس ألية - تتمثل في تقديم منح ضخمة على شكل حيازات شراء الاسهم - لتحميم المديرين على السعي للاستفادة من أي فرصة من شأنها رفع قيمة سهم شركتهم²⁶ وفي ظل وجود مصلحة خاصة لدى المديرين في الحفاظ على إميراطورياتهم وتوسيعها قد يكون من المعيد ايجاد مكافأة اضافية للمديرين الذين ينجحون في زيادة قيمة اسهم شركاتهم عن طريق تصميم حجمها، لا تكبيره. المؤكد أنه ليس هناك من داع لصح المديرين اي مكافآت خاصة على ابرام صفقات الصمم. فذلك المكافآت ليس لها أي اثر في الواقع سوى تقوية الحوافز الشخصية لدى المديرين من أجل الاعتماد بصفقات الصمم عوضاً عن توجيه اهتمامهم الى استراتيجيات العمل الأخرى التي من شأنها ان تكون أكثر ممناً لخدمة مصالح حملة الاسهم وتنظيم قيمة اسهمهم.

وكما ناقشنا في الفصل 7 فإن مديري الشركات الهادف في عمليات الصمم يحصلون أيضاً على تعويضات كبيرة منجبة بإنتمام عمليات الصمم تلك. بعض المستشارين المضممين بأمر التمويلات يرون أن منح مديري الشركات الهادف تلك التمويلات الصعقة هو السبب الذي أدى إلى لحوق الشركات التي تقوم بالصمم إلى منح مديريها أيضاً مكافآت سخية

ومجانية على إبرام صفقات الصم. وما هو ذا الآن أم جوسون رئيس شركة استشارية في أمور التموينيات. في مدينته نيويورك يشرح ذلك قائلاً: «ومن الأسباب الأخرى الحسد. فمديرو الشركة القائمة بالصم سيجلسون في مكائهم غير بعيدين عن مكاتب يجلس فيها أشخاص قد حصصوا مكاسبهم بعد أن استعفت عبر عملية الصم خبائر الأسهم التي كانوا يمتلكونها وارتفعت أسعارها. وكل من أولئك المديرين يتساءل: وماذا حل بي أنا؟»²⁷ غير أن الأسباب التي عادة ما تساق دعماً لمكافأة مديري الشركة الهدف لا تتعلق على مديري الشركة التي تقوم بعملية الصم.

إن عملية الصم قد تؤدي إلى خسارة مديري الشركة الهدف للكثير من السلطة والمكانة اللتين كانوا يتمتعون بهما في منصبتهم السابق. إن لم نقل إلى خسارة منصبتهم أصلاً. إذا فالتعويضات التي يعدونها بها ضرورية من أجل حثهم وحفزهم على دعم الصفقة في مجلس الإدارة وعدم عرقلتها. وفي بعض الحالات تكون التعويضات ضرورية من أجل إقناع المديرين بالبقاء في الشركة أثناء المدة الانتقالية. أما مديرو الشركة القائمة بالصم فلا يواجهون مثل تلك الخسارة في المنصب أو المكاسب التي يواجهها نظرائهم في الشركة الهدف. بل على العكس من ذلك. إذ إن صفعة الصم من شأنها أن توسع أميراطوريتهم وتقوي سلطتهم، ما يمتنع عنه ارتفاعاً في أحوالهم وتمويلاتهم وتحسناً في موقعهم ومكانتهم. إذا فالمكافآت المرتبطة بعملية الصم التي تمنح للمديرين في الشركة القائمة بالصم، وعلى عكس تلك الممنوحة لنظرائهم في الشركة الهدف. ليست ضرورية من أجل انعام أي صفقة تكون في صالح الشركة القائمة بالصم فعلاً.

ومع أن المكافآت المرتبطة بعملية الصم يصعب تسويتها أو الدفاع عنها في إطار نموذج المساومة على مثال الدراع، فإنها لا تكون مباحة على الإطلاق إذا ما نظرنا إليها من منظور نموذج المديرين وسلطتهم الكبيرة في مجالس إدارة الشركات. من الطبيعي أن يسعى المديرين إلى زيادة حجم تعويضاتهم. وعادة ما يحاول أعضاء مجلس الإدارة أن يسووا الأمر ويستجيبوا لمطالب المديرين. ما دامت تلك المطالب عادلة أو على الأقل ليست مبالغاً فيها على نحو فاضح ويمكن تقديمها ضمن درجة متكاملة ومنطقية نوعاً ما. أما إن يدفع مجلس الإدارة لأحد المديرين تعويضات بحجم 50 مليون \$ على سبيل المثال ودون أي مسوغ

منطقي، لذلك سيستدعي تون شك احتجاجاً وسخطاً ضمن صفوف حملة الأسهم لما كانت عمليات الخصم تحقق في بعض الحالات أرباحاً هائلة وريادة محققة في رأسمال الشركات القائمة بالخصم. فإن الشركات في ظل نمود المديرين وسنطتهم على مجالس الإدارة ستتم عمليات الخصم هذه كمكافأة مديريها تون أن يستدعي ذلك سخطاً من قبل حملة الأسهم. فهو مع أعضاء مجلس إدارة شركة القائمة بالخصم حينئذ الادعاء بمساعدة أنهم إنما يكافشون المديرين على ما يقومون به من خطوات تعد فعلاً برفع قيمة سهم الشركة. وفي جميع الأحوال سيكون من الصعب إثبات عدم صحة هذا الادعاء.

إضافة إلى ذلك عندما ننظر إلى الموضوع من منظور سلطة المديرين ونعودهم في مجالس الإدارة يمكننا القول أنه كلما ردت سلطة المدير مع بقاء العوامل الأخرى على حالها ازداد معها حجم التحويلات التي تمنح له لقاء برامج صفقات الخصم وبالمثل فقد وجد يانيف غريستائيس و بول هريبار في دراستهما أن المديرين العاصين الذين يرأسون مجلس الإدارة أو يشغلون مناصب في لجنة تعيين مجلس الإدارة قد حصلوا على مكافآت لقاء الإشراف على إنصاف صفقات الخصم تزيد بمقدار 4 أ مليون \$ عن مكافآت نظرائهم الذين لا يتمتعون بتلك المناصب في مجلس الإدارة وهذا مثال آخر على العلاقة العوية التي تربط سلطة مدير بالأجور والتحويلات التي يحصل عليها.

الهدايا الترحيبية التمهنية

عالياً ما يبدأ اصصاف الارتباط بين الآخر والاداء بمنح المديرين هدية ترحيبية تمهنية وهي دعه ابتدائية كبيرة تُصاف إلى رزمة التحويلات السنوية المتص عليها وعلى مدى السنوات العشر المنصرمة ازدادت هذه الهدايا الترحيبية قيمة وإسشاراً وتدل عن بين أكثر الامثلة شهرة في دوائر التسميات من الزمن المنصرم تلك الهدية التي دفعتها شركة كونسكو بقيمة 45 مليون \$ للسيد غازي هنت بمناصبته انضمامه إليها يشغل منصب المدير انمام للشركة وكذلك الملاوة التي وعدت بها شركة كمارت مديريها الجديد توماس كوناويه بقيمة 10 مليون \$ لتُدفع له على مدى خمس السنوات الأولى له في منصبه²⁸

ومع أن بعض الهدايا الترحيبية الثمينة قد تكون في حيز حرة منها على شكل ملكية لاسهم الشركة. إلا أنها جميعها تقريباً تتضمن مركبة رئيسة على شكل نقدي قد تتجلى في أشكال عدة منها المكافآت الاستثنائية عند التوقيع وعلاوة البريات الشهرية والمكافآت لمستقبلية المصنوعة والقروض القابلة للشطب. ومهما كان شكل المركبة النقدية في الهدية. فإنها مفصولة كلياً عن الاداء. إذ إن المدير سيسفيد من تلك المركبة النقدية بجميع وجوهها حتى لو ظهر اداء موضوعاً حداً في منصبه الجديد.

فالهديّة الترحيبية التي حصل عليها غاري فينت بقيمة 45 مليون \$ من شركة كوسيكو على سبيل المثال كانت في مجملها على شكل نقدي²⁹ أما الجزء النقدي من هدية شركة كمارت للسيد كوباويه فقد بلغ 10 ملايين \$ تدفع له على مدى خمس سنوات بالإضافة إلى قرض بقيمة 5 ملايين \$ يعطى من تسديده إذا ما بقي في منصبه حتى غاية 31 تموز/يوليو 2003. وقد تحول الجزء الأخير من الهدية الترحيبية التي قدمت للسيد كوباويه إلى هدية وداعية ثمينة فقد جرى لاحقاً شطب القرض لمحوه له واعفي من تسديده بل «ريد عليه» - إذ إن الشركة تولت أيضاً دفع الضرائب المستحقة لقاء شطب القرض - وكل ذلك مع أن السيد كوباويه لم يبق بالترتبة ولم يبق في منصبه إلى حين الموعد المحدد. وفي عام 1999 وقّعت شركة علويان كروسمين عمداً مع روبرت أنويرباتا ومنحته هدية بقيمة 10 مليون \$ بمعاملة توقيعه على العقد. ولم تطالبه لدى مغادرته الشركة بعد نحو عام واحد بإعادة أي جزء من تلك الهدية³⁰ أما روبرت نارديلي الذي اعتلى منصب المدير العام في شركة هوم ديبوت عام 2000، فقد حصل على قرض قيمته 10 مليون \$ يعطى من خمسة في كل عام يبقى فيه في منصبه. بما في ذلك ما يترتب على ذلك من ضرائب، وإضافة إلى ذلك فقد صعبت له الشركة ما مجموعه 4.5 مليون \$ على الأقل سنوياً على شكل احوار وتمويلات ومكافآت³¹ من جهتها منحت شركة إيه دي سي كوموبيكششمس مديرها العام ريتشارد روسكيت مبلغ 5 مليون \$ يدفع له على مدى أربع سنوات بالإضافة إلى مبلغ 1 مليون \$ يدفع له عند توقيع العقد. أخيراً منحت شركة أيتا مديرها العام جون روم هدية بلغت قيمتها 2 مليون \$ لدى توقيع العقد إضافة إلى «مكافأة بقاء» في المنصب بقيمة 4 مليون \$.

عادة ما تثير الشركات معج الهدايا الترحيبية الشعبية لسجود من المديرين العاميين لشهوريس بحجة ان تلك الهدايا ضرورية من حل احتداد أولئك المديرين المعجود الذين يتمنعون في ماصبهم الحالبة بدخل منقوع كبير لا رعية لديهم بالتخلي عنه وقد يقول اصحاب هذا المنطق انه يجب على اي شركة لكي تنجح في احتداد اي من أولئك المديرين دانسي انصيت ان تقدم له رمة تمويلات صعمة تقوق في قيمتها ما تقدمه الشركات الاخرى. لكن ما يهنا هنا ليس حجم رمة التمويلات تلك بل بينها هسي الهدايا الترحيبية الشعبية والدممة جداً يمكن منحها على شكل مركبات قائمة على حقوق الملكية كملكية حبات الاسهم على سبيل المثال بحيث تكون القيمة النهائية التي يحصل عليها المدير مرتبطة على نحو او باحر بأدائه الفعلي. وحينئذ تشكل الهدايا الترحيبية حافزاً اصافياً للمدير لكي يعمل على تعظيم قيمة اسمال الشركة. لكن وبالعزم مما ما تقدم فإن الشركات تلجأ في معظمها الى تشكيل هداياها الترحيبية في جرئها الأكبر من مركبات لا علاقة بها بالأداء على الإطلاق وبالحصنة بمكث المول ان تقديم الهدايا الترحيبية كما هو معمول به على ارض الواقع إنما يسهم في اصعاف الارتباط بين الاجر والاداء عموماً

البواليس التشاركية للتأمين على الحياة

دأبت شركات كثرة في الماضي على شراء بواليس تشاركية للتأمين على حياة مديرها الامر الذي كان يكلفها مليارات الدولارات عبر ان اعتماد ما يسمى بقانون ساربنس - اوكسلي حبر الشركات على يقاف تلك الممارسة لان هذا القانون يمنع منح القروض للمديرين ومن المعكس عد البوليصة التشاركية للتأمين على الحياة وحهاً من وجوه القروض³² لكن الانتشار الواسع لتلك لممارسة قبل دخول هذا القانون حبر التمتع كان يمثل مصدراً اصافياً من مصادر تمويلات المديرين التي لا علاقة لها بأدائهم الفعلي

يقوم احد الاشكال واسعة الانتشار لبواليس التشاركية للتأمين على الحياة على اساس ان مدير يملك البوليصة والشركة تدفع ثمنها وفي بعض الحالات يسهم المدير أيضاً في دفع ثمن البوليصة لكن اسهامه لايتعدى كونه اسهاماً متواضعاً جزء صغير من ثمن البوليصة الكلي يخصص لتمطية تمويل الوفاء اما الجزء الباقي فيجري استثماره مع من الصراف من

اجل زيادة القيمة النقدية لبوليصة بالمقابل يقوم المدير بالتنازل لصاحب العمل عن جزء من حقوقه التي يمتلكها في ايرادات البوليصه أو في قيمتها النقدية لدى استردادها بعد حد التنازل بمعدلة تسديد للاقساط التي دفعها صاحب العمل تمثلاً لبوليصة. داً هالبوليصة التشاركية لتأمين على الحياة تكافئ صمته مالية بين الشركة والمدير مؤلفة من ثلاثة بنود (1) تقدم الشركة للمدير قرصاً من دون فائدة يغطي بقيته اقساط بوليصة التأمين. (2) يقوم المدير بشراء بوليصة تأمين على حياته (3) يتسلم المدير قيمة البوليصة عندما يستحق صرفها، ويسدد منها قيمة القرض الذي اقترعه من الشركة

إن اقساط التأمين المترتبة - أي القيمة المقولة هي أسماء - لمديرين - قد تبلغ في كثير من الاحيان مبالغ ضخمة جداً فشركة كومكاست دفعت أثناء الاعوام الممتدة من 1999 حتى 2001، نحو 20 مليون \$ على شكل اقساط تأمين تشاركية على حياة مديرها³² وفي العام 2000، تمهدت شركة ابستي لاودر ان تدفع لخبرها العام فرانك لامهاير 26 مليون \$ على شكل اقساط تأمين تشاركية على حياته على مدى خمس سنوات، وبديورها دفعت شركة سمدانت اقساط بوليصة تأمين تشاركية على حياة مديرها العام هنري سينفرفان بقيمة 100 مليون \$³⁴

قد يبدو منطقياً أن يدفع المرء من هذه البواليص التشاركية لتأمين على الحياة باعتبارها تتوافق مع مبدأ المساواة على عتال المدرع بين المدير ومجلس الإدارة من حيث إنها توفر الضرائب على الطرفين لأنها تستفيد من فترة قاموسية في نظام الضرائب - لم يتم سددها الا حديثاً عبر قانون أصدرته إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية في الولايات المتحدة الأمريكية - كانت تسمح للشركات باستخدام بواليص التأمين التشاركية لمح مديرها مكافآت معينة من الضرائب³⁵ - فهو أن وجود طرف ثالث في هذه العملية - هو شركة التأمين - يجعلها تجر وراءها تكاليف تحويل باهظة تطف على أي مكاسب لها علاقة بالإعفاءات الضريبية - تجدر الملاحظة هنا ان الشركات لا تمرص مثل هذه البواليص على موظفيها العاديين - الامر الذي كان متوقفاً بـ كانت تلك البواليص وسيلة فاعلة وعلنية لمح التمويضات للموظفين. لكن بعض المظر مما د - كانت البواليص التشاركية لتأمين على حياة المديرين تضمن وهرأ في الضرائب يفوق تكاليف التحويل المدفوعة لشركات التأمين أم لا فإنها بكل تأكيد تكافئ المديرين بمبالغ كبيرة من المال بغض النظر عن سوية أدائهم.

الهبوط، التلطيف في حالات الفصل التكتلي

إن الربط بين الاجر والاداء لا يتوقف فقط على مدى مكافأة المديرين على ادايتهم الجيد بل أيضاً على مدى محاسبتهم على ادايتهم السيئ. ولذلك لا بد لنا ونحن ندرس العلاقة بين الاجر والاداء من أن يأخذ كلمة الاداء السيئ على المديرين في الحسبان. من اللافت في الوقت الراهن ان غالبية عقود التعويضات الموقعة مع المديرين تضمن لهم معاملة سخية ومتسامحة جداً حتى في حال فشلهم الذريع.

وكما رأينا في الفصل 7 حتى في انحلالات الإدارة التي يجري فيها اقالة المديرين بسبب ادايتهم السيئ يلجأ مجلس الإدارة إلى منح أولئك المديرين دفعات مالية وداعية سخية ومجانية. ولا تكون تلك الدفعات المالية بديلاً عن تعويضات نهاية الخدمة التي عادة ما تتضمنها عقود المديرين عموماً. بل إنها تصاف إليها في أغلب الحالات. وبالحصول في المبالغ المالية الكبيرة التي تدفع للمديرين المقاليين إنما نخفض من نص الحظ الذي يجب أن يدفعه المدير المخطئ في حال كانت العلاقة بين الاجر والاداء قوية بالقدر الكافي.

ومن بين أكثر أمثلة الهبوط التلطيف المعروفة في السنوات القليلة الماضية ما حدث للسيدة جيل ياراد التي شملت منصب مدير عام شركة مائل فقد حصلت على مبلغ 50 مليون \$ على شكل تعويض نهاية خدمتها التي لم تدم سوى سنتين، عبطت أثناءها أسهم شركة مائل بمقدار 50 بالمئة الامر الذي كلف حملة أسهم الشركة مبالغ مثائلة فاقت في مجموعها 2.5 مليار \$ وفي مثال آخر دفعت شركة كوسيكو مبلغاً قدره 49.3 مليون \$ لمديرها العام المأذون ستمس هيلبرت الذي ترك الشركة في حالة مالية متخلفة³⁶ ومن ثم قدم مجلس الإدارة للمدير العام الجديد غاري هنتد رزمة تعويضات تضمن له أكثر من 60 مليون \$ حتى في حال فشله. وبدورها منحت شركة بروكتر & غامبل مديرها العام المأذون دارك دجيمر مبلغاً قارب 9 5 مليون \$ مع أن خدمته في الشركة لم تتعد 17 شهراً شهدت أثناءها أسهم شركة بروكتر & غامبل هبوطاً كبيراً في قيمتها وصل إلى 50 بالمئة، الأمر الذي أدى إلى خسارة كلية في رأس مال الشركة فاقت 70 مليار \$

إن تقديم الوعود بهبوط لطيف كهذا ليس أمراً غير اعتيادي. فقد حصل هيري سيلبرمان المدير العام لشركة سندات على عقد يضمن له نموياً مالياً بقيمة 160 مليون \$ في حال تمت إقالاته أثناء عامي 2003 و 2004، لأي سبب كان. سوى عدد قليل جداً من الأسباب المنصوص عليها بدقة. وقد حصل روبرت مارديني المدير العام لشركة هوم ديبوت على وعد خطي بأنه في حال استقال أو أُقيل لأن سبب كان من بين طيف واسع من الأسباب أثناء سنوات عمله الثلاث الأولى، تتعهد الشركة بأن تدفع له جميع التويضات المنصوص عليها في العقد وعن كامل المدة. وأن تعفيه من صديد قرص بقيمة 10 ملايين \$ وأن تدفع له 20 مليون \$ على شكل تعويض تقدي. أما مايكل أيسر المدير العام لشركة ديربي فقد حصل على تعهد بمكافآت سنوية بعد انتهاء خدمته تُدفع له في حال استقال أو أُقيل لأي سبب كان ما عدا في عدد قليل جداً من الحالات. ويبحث تستمر الشركة في دفع المكافآت له لستين انتقير. بعد انتهاء مدة العقد الأصلي. ولا تقل قيمة المدفوعات التي يحصل عليها سويماً عن 6 ملايين \$³⁷

إن هذه الرزم السخية من تويضات نهاية الخدمة المقدمة للمديرين كثيراً ما تكون مضمونة تماماً ما لم تتم إقالاتهم لأسباب عادة ما تكون محددة على نحو ضيق جداً كالحيانة والاختيال والتفاهم بالأعمال المخظورة والإهمال الشديد وارتكاب الأعمال الاحلاقية المشينة وفي بعض الأحيان الرفض المتعمد لتتخذ ممررات مجلس الإدارة. وما دام المديرين لا ينصرفون عن سوء نية على نحو فاضح أو بأعمال مقصود فإنهم سيحصلون هبوطاً لطيفاً في جميع الظروف الأخرى ومهما كان أداؤهم سيئاً³⁸

قد يقول قائل. إن مثل هذه التزميات الاحيائية ضرورية لتقديم الضمان للمديرين الذين يكرهون المجازفة وحمايتهم من عقوبة إنهاء خدمتهم بسبب سوء الأداء. إلا نجد هذا المنطق في تسوية ترتيبات الضمان هذه غير منطقي فأول ما يصد من أن هذه الرزم السخية عادة ما تضمن للمديرين العاميين المتقاعدين تويضات في نهاية خدمتهم تساوي مجموع ما يتقاضونه من اجر أثناء ثلاث إلى أربع سنوات من عملهم النظامي ولما كانت مدة عقود أولئك المديرين في الموضع الطبيعي لا تتجاوز ثلاث السنوات فإن أحدهم عندما يحصل من الخدمة فإنه لن يحصل كثيراً عما لو كان بقي في منصبه حتى انتهاء مدة عمله

فصلاً عن ذلك من واجب ترتيبات نهاية الخدمة التي تأخذ هذا الضمان في الحسبان التي تملق من مبدأ حماية المدير أن تتوقف عن تقديم التعويضات للمدير المقاتل في حال مباشرته العمل في منصب آخر. ومع ذلك نجد أن 2 بالمئة فقط من الشركات الخمس مائة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة اس بي 500 تلجأ إلى ادخال أي حمض في تعويضات نهاية الخدمة لمديرها في حال قبولهم شغل منصب جديد. وبالعالمية المظني من تلك الشركات فإن المدير غير ملزم على الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أثناء المدة الممتدة من لحظة فصله من الخدمة لحين انتهاء عهده الأصلي. وبه حال وجد المدير عملاً جديداً فإن تعويضاته لا تخمض على الإطلاق⁴⁰ إذاً ترتيبات نهاية الخدمة لا تحمي المديرين من عواقب انفالتهم من مناصبهم فحسب، بل إنها تحقرهم على ترك عملهم والانتقال لشغل منصب جديد في مكان آخر.

الملاحظة الأخيرة وربما الأهم حول مسألة ترتيبات الضمان في حال إنهاء الخدمة تتمثل في أن الموظفين العاديين هم أكثر حاجة لثل هذه الترتيبات من المديرين. فأولئك الموظفين يكومون على العموم أكثر عرضة لإنهاء خدمتهم من المديرين. فكلمهم مادراً ما يحصلون على إنداء احنهاطية تحميهم من عواقب إنهاء خدمتهم. وإذا ما أحدهم بالحسبان الثروة الضخمة التي يجمعها المديرين أثناء أحوارهم ومكافأاتهم المرتفعة وتعويضات التقاعد السخية التي تُمنح لهم بعد تركهم العمل، يمكننا أن نجرم بأنهم أقل عرضة للمخاطر وأكثر قدرة على حماية أنفسهم من الموظفين العاديين. وبالإضافة إلى ذلك كله فإن رزم التعويضات الضخمة التي تمنح للمديرين عادة ما تُسوّغ أيضاً بأنها تشكل حافزاً لهم لكي يحمسوا أداءهم. من حقنا إذاً أن نستظر من الترميمات التي تمنح للمديرين أن تكون أكثر ارتباطاً بالأداء من التعويضات التي تمنح للموظفين العاديين - وإن يتوقع ناتياً أن يحصل المديرين في حالات المشلل الدريع على اجراءات حماية اخف من تلك المصوغة للموظفين العاديين لا أشد منها.

بالطبع يمكن القول إن تعويضات نهاية الخدمة التي تدفع للمديرين تهدف إلى حمايتهم في حال إجبارهم على الاستقالة لأسباب لا علاقة لها بسوء أدائهم. لكن الحقيقة والواقع

ببافضل هذا المطلق. إذ إنه من غير المعاد أن تقبل مجالس الإدارة المديرين حتى في حال سوء أدائهم. ولذلك من المستبعد جداً أن ينادر إلى إقلاق أولئك الذين يؤدون أداءً مُرضياً بالحد الأدنى. يعود أحد الأسباب الرئيسة في ذلك إلى أن المديرين، خلافاً لسواهم من الموظفين، لا يواجهون خطر الماء أماكس عملهم نتيجة لأي املاحات ادارية تعتمد عليها الشركة. وبالإضافة إلى كل ما سبق، حتى لو كان المديرين يواجهون عملاً امكانية إغنائهم في حال سوء أدائهم، فلا صير في ذلك، إذ إن التلويح بمرامة مالية ضخمة سيؤدي بالتأكد إلى المزيد من التحقير شرط أن تكون الإقالة مرتبطة بحالات سوء الاداء فقط.

في جميع الاحوال، من الممكن (إن كان ذلك مطلوباً) أن يتضمن الجزء الأمرين معاً (1) أن يحرم المدير الذي يظهر أداء سيئاً جداً عن أي تمويصات سخية وغير مسووعة في نهاية خدمته. و(2) أن يحمي المدير الذي يكون أدؤه مناسباً من الإقالة التمسسية مادرة الحدوث املاً بوسع عقود التمويص أن تتضمن نصاً سريعاً يعيد إلى المدير العام لا يحصل على أي تمويص نهاية خدمة لدى مبادرته الشركة أو أن التمويص الذي سيحصل عليه سيكون محتملاً إلى حد كبير، في حال توافر شروط موضوعية وواضحة تثبت باحتمال كبير أن اداء المدير كان سيئاً جداً فمن الممكن أن يتضمن العقد على سبيل المثال حصصاً في تمويص نهاية الخدمة الذي يحصل عليها المدير المعاد في حال كان اداء الشركة (من حيث قيمة اسهمها في السوق أو من حيث إيراداتها أو أرباحها) سيئاً بقدر كاف بالمقارنة مع نظيراتها في القطاع الاقتصادي عينه. لكننا لا نجد مثل هذه المقررات في عقود المديرين المعمول بها حالياً. وبهذا نجل أن التمويصات السخية التي تمنح للمديرين في نهاية خدمتهم بعض المنظر عن أدائهم إنما تعاقب ظاهرة تلك الارتباط الموحودة اصلاً بين الاحر والاداء

أسطورة تحديد الأجر غير المرتبط بالاداء

في التسعينيات من القرن المنصرم حيث كان المديرين يحصلون على سويات عالية جداً ومتزايدة باطراد من التمويصات. ساد الاعتقاد بأن تلك التمويصات مرتبطة إلى حد كبير بأداء أولئك المديرين. وجاء دخول المادة 162(m) من قانون الإيرادات الصربية الداخلية حيز التنفيذ في أمريكا ليمرر ذلك الاعتقاد السائد. فتلك المادة معد جره التمويصات غير

المرتبط بالأداء والذي يمكن إغضاه من الضرائب بمليون \$ لدائناً الانطباع لدى العامة بأن تلك التمويلات قد جرى تحديدها فعلاً وبأن أي مبالغ تفوق المليون \$ تكون مرتبطة بقوة بأداء المديرين. لكن هذا الانطباع لم يكن صحيحاً على الإطلاق.

هذه حقيقة الأولى التي يود الإشارة إليها هي أن المديرين في العديد من الشركات يحصلون على أجور تتخطى عتبة المليون \$ على الرغم من أن ما يريد من ذلك المبلغ لا يمكن إغضاه من «مردن»⁴¹ وفي تلك الحالات فإن مستخدم الأجر غير المرتبط بالأداء لا يحقق فقط في تحقيق التحفيز المطلوب بل إنه يقلل كاهل الشركات بأعباء ضريبية ضخمة. وثلاث أن 22 بالمئة فقط من الشركات التي تدفع لمديريها أكثر من مليون \$ سنوياً على شكل تمويلات صير مرتبطة بالأداء. تلجأ إلى أساليب التآجل والمماثلة على المبالغ المانحة عن عتبة المليون \$ كلياً أو جزئياً وذلك بغية تحويلها إلى تمويلات يمكن إغضاه من الضرائب⁴²

بالإضافة إلى ذلك ومع أن الشركات تلجأ إلى اعتبار معظم المكافآت المدفوعة للمديرين اجزاً مرتبطاً بالأداء وذلك لكي لا تقع في حكم المادة 162 (m). فإن تلك المكافآت كثيراً ما تكون ضخمة الارتباط العملي بالأداء. فكما رأينا سابقاً فإن تلك المكافآت تمنح بناءً على تحقيق شروط وأهداف سهلة لا تعكس الأداء العملي للشركة بالممارسة مع نظيراتها في السوق. كما إن تلك التمويلات عادة ما تكافئ لمديرين على أمور لا تتعلق من قريب أو بعيد بأدائهم العملي - على نحو التطورات الإيجابية العامة في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة أو أي تطورات أخرى محكومة بالمصادفة الصرفة أو إبرام صفقات الصم وما إلى ذلك.

فضلاً عما تقدم وكما رأينا في فصولنا سابقين فإن المديرين يحصلون على قيمة إضافية كبيرة أثناء ترشيحات التقاعد والتمويلات المؤجلة وعلاوات ما بعد التقاعد وأجور تقديم الاستشارة والخبرة وترشيحات القروض الميسرة. وكلها تمويلات منفصلة إلى حد كبير عن الأداء العملي للمديرين. إن الجزء الأكبر من تلك التمويلات لا يتم ذكره في الاستمارات المقدمة بهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية. ولا تدخل تلك التمويلات

في أي من أحصاءات الأجور التي يعتمد عليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم. إن هذه التمويلات الكبيرة المقدمة «خسسه» للمديرين التمهيديين تقاوم ظاهرة تلك الارتباط بين الأجر القائمة على غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى.

بالمحصلة يمكننا القول إن جزءاً كبيراً من تمويلات المديرين والقائمة على غير حقوق ملكية الحيازات أو ملكية الحصص والأسهم المصدرة لا يرتبط ارتباطاً ضيقاً بأدائهم. وبدلك تفتقر الشركات على امتصاصها فرصة كبيرة حين تقبل في منح ذلك الجزء الكبير من تمويلات المديرين لتضميرهم على تحصيل أدائهم. ولا داعي هنا للقول إن هذا الارتباط الضعيف بين الأداء والأجر القائمة على غير حقوق الملكية ليس قدرأ معنوياً لا يمكن تنقيده. فمن السهل على سبيل المثال تحديد ترتيبات المكافآت والرواتب بحيث تتم مكافأة المديرين على ما أظهره من أداء جيد بالمقارنة مع نظرائهم. غير أنه من الواضح أن الشركات قد فصلت التمويلات القائمة على غير حقوق الملكية فصلاً كاملاً عن الأداء لأن أولئك الذين قاموا بتحديد ترتيبات الأجر والتمويلات والمكافآت قد احتاروا ذلك الفصل عن سابق قصد.

قد يحاول المدافعون عن ممارسات التمويل السائدة هذه أن يقللوا من أهمية ما ذكرناه حتى الآن وإن يشككوا في قوة دلالته بقولهم إن الارتباط الضعيف بين الأجر المستند إلى غير حقوق الملكية من جهة والأداء من جهة أخرى يسوِّع وجود ارتباط قوي بين الأداء والأجر القائمة على حقوق الملكية. لكن ذلك وكما سرى على مدى الفصول القادمة غير صحيح ولا يتفق مع ما يجري على أرض الواقع. فجزء كبير من تمويلات المديرين على شكل ملكية أسهم وخيارات هو أيضاً غير مرتبط بأدائهم الفعلي. وكما هو الحال بالنسبة للأجر القائم على غير حقوق الملكية فإن ارتباط الأجر القائم على حقوق الملكية بالأداء أضعف جداً مما يعتقد الكثيرون.

نمار المصادفة في خيارات الأسهم التقليدية

11

إن الأرباح الضخمة لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين الذين يظهرون سوية أداءه أدنى من المتوسط يجب أن تدفع حتى أعتى عشلة المرافقين من المنظمة الثروات والتعويضات السالمة في الشركات إلى التوقف واستغلال من المهر
ألفرد رابكورت في مجلة عرفة بيردي رينير 1999

لقد ثبت في الماضي أن تعويضات المديرين القائمة على غير حقوق الملكية كانت على النجوم صعبة الارتباط بأدائهم من هذا تطلع حملة الأسهم وصنع القرار في الشركات إلى التعويضات القائمة على حقوق الملكية ووسعوا هيها آمالهم من أجل تقوية الارتباط بين الأجر والأداء. هكذا بدأ أصحاب المؤسسات الاستثمارية وواضعو القوانين المدرالية في أوائل التسعينيات. وبدعم من خبراء الاقتصاد والنمو، بشجع الشركات على الاعتماد على أشكال الأجر القائمة على حقوق الملكية من أجل جعل المديرين لتحسين أدائهم قدمت ملكية خيارات الأسهم إحدى أهم مراكيب تعويضات المديرين في ذلك العهد من الزمن¹

عبر أن اللجوء إلى التعويضات القائمة على حقوق الملكية لم يمهض إلى النتائج المرجوة ولم يرتق إلى مستوى التوقعات. فقد نجح المديرون أثناء نمودهم وسلطتهم ضمن دوائر قرار في القبض على سدة نفوذهم في فاطرة خيارات الأسهم وتوجيهها باتجاه مصداهم خاصة بعيداً عن مصالح شركائهم. وكتيجة لذلك حصلوا على خطط أو رزم خيارات الأسهم بعيدة كل البعد عن تلك الخطط أو الرزم التي كانت ستنتج عن مساومات موضوعية ومهنية على مطلق الدراع بين المديرين ومجالس إدارة الشركات. وهكذا صممت تلك الخطط للمديرين سويات متنامية باستمرار من التعويضات وهشكت في الوقت ذاته في

تقديم أي حوافر فعلية تدفع المديرين باتجاه تعظيم قيمة رأس المال على نحو فاعل وبأقل كلمة ممكنة.

تصميم خطط خيارات الأسهم، الشيطان يكمن في التفاصيل

علينا أن نؤكد في مسهل نقاشنا هنا بدعم وبقوة المبدأ العام الذي نتعلق معه فكرة منح الترميمات القائمة على حقوق الملكية في رأسمال الشركة فهناك مؤشر قوي على الأقل ضمن حدود معينة من مستويات الملكية على أن المديرين الذين يملكون كمية أكبر من أسهم الشركة التي يديرونها يصبحون أكثر في دفع قيمة أسهمهم² ولأن الترميمات القائمة على ملكية خيارات الأسهم من شأنها أن تزيد من نسبة ملكية المديرين لرأسمال الشركة وتساعد بذلك على ربط الآخر بالأداء، فإن باستطاعتها أن تقدم لأولئك المديرين الحافز المطلوب لخدمة مصالح حملة الأسهم.

لكن حقيقة أن حقوق ملكية رأس المال تقدم للمديرين الحافز المطلوب لا يعني بحال من الأحوال أن من مصلحة حملة الأسهم إعداق الأسهم والخيارات والحصص على المديرين دون تفكير ملي ومهما كلف الأمر. وكما هو الحال بالنسبة لأمور كثيرة أخرى، فإن الشيطان يكمن في التفاصيل. فتقبل الحكم على أي خطة للملكية خيارات الأسهم وحديد ما إذا كانت في صالح حملة الأسهم أم لا. على المرء أن يحقق من أن الحوافز التي توفرها تلك الخطة تدفع فعلاً بالاتجاه المطلوب المتفق مع مصالح حملة الأسهم وإذا كانت كذلك على المرء أن يتحقق تالياً من أن تفاصيل تلك الخطة - عدد وشروط الخيارات والحصص المدرجة فيها - قد جرى وضعها لنتج الحوافز المطلوبة بأقل كلمة ممكنة. فلا شك في أن خطة وصمت من أجل صلب مصالح المديرين من غير المحتمل أن تزيد من رأسمال حملة الأسهم مثل خطة جرى تصميمها في الأصل وقيل كل شيء، انطلاقاً من مصالح حملة الأسهم.

لقد أثبتت دراسة واقعية حديثة أن خطط خيارات الأسهم التي تقدمها الشركات للمديرين لم يتم تصميمها على نحو تصب معه في صالح حملة الأسهم. درس ميثشل جيبب و ألكسندر ليوينكفست خطط خيارات الأسهم المقدمة للمديرين العاملين في الشركات الأمريكية المطروحة أسهمها للتداول العام بين عامي 1992 و 1997، وحددا ما لتلك الخطط

من أثر على مصلحة حملة الأسهم³. خلصت الدراسة إلى أن مجالس الإدارة عادة ما تمنح المديرين العمانيين عددًا مبالغًا فيه من خيارات الأسهم. ففي المحصلة كانت الأرباح التي جناها المساهمون من جراء الحوافز التي ولدتها خطة خيارات الأسهم السابقة أقل من ثمن تلك الخيارات الذي بطبيعة الحال دفعه المساهمون من أموالهم وبعبارة أخرى خلصت الدراسة إلى أن قيمة سهم الشركة تزداد بانخفاض عدد الخيارات الممنوحة بديرها العام. هذه النتيجة جرى تأكيدها بدراسة أخرى قام بها سالومون سميت بأرمي عن الشركات الخمس مئة الأكبر في أمريكا والمدرجة على لائحة إس & بي 500 وخلصت إلى أن الشركات التي لجأت إلى الاعتماد على خيارات الأسهم سبيلًا لتقديم التحويلات للمديرين والموظفين الماديين أظهرت أداءً أسوأ من متوسط أداء تلك المجموعة⁴.

سيظهر في هذا الفصل كما في المصطلح الأتية أن خطط خيارات الأسهم التي تم اعتمادها في العمالية الساحقة من شركات الأسهم العامة قد جرى تصميمها بما يحقق مصلحة المديرين لا مصلحة حملة الأسهم. فخطط خيارات الأسهم التي تستند إليها الشركات حاليًا تقدم للمديرين تعويضات سخية لا علاقة لها بسوية أدائهم بجرى تعليمها وإظهارها على نحو يبدو منطقيًا وعادلاً ومقبولاً. غير أن هذه الخطط تحوي خصائص أو حواش عدة يصعب تسويقها أو الدفاع عنها في مساومات على مبالغ الذراع بين المديرين ومجالس الإدارة. يمثل أحد تلك الجوانب في عدم تمكن خطط الخيارات تلك من استبعاد أو قلل من شأن المصادقة التي لا تكون نتيجة لإداء المديرين الفعلي بل نتيجة لمعامل أخرى لا حدة لهم بها.

مزايا خفض ثمار المصادقة

انطلاقاً من مفهوم تقديم الحوافز المأعنة للمديرين. فإن المطلوب أن نحدد أجورهم وفق المعيار الذي يحوي أكبر قدر من المعلومات الواضحة من أدائهم. أي المعيار الذي يمسك على النحو الأفضل أعمال المديرين وأدائهم العملي⁵. غير أن أعمال المدير ليست قابلة للملاحظة المباشرة والتحقق الأكيد. ومن جهة أخرى فإن نتائج المبرامية عادة ما تقتل في انقضاء فروع النمو الحقيقية والكاملة في الوقت الراهن. لذلك قد يبدو سعر سهم الشركة أداة معالة للحكم على أداء مديرها.

غير أن تطلبات سعر سهم الشركة، دون تصحيحها ومقارنتها مع بضعة الشركات في السوق، لا يمكن أن تقدم مؤشراً جيداً على الأداء الفعلي لمديرها. فمعر سهم الشركة قد يرتفع لأسباب خارجة عن إرادة مديرها ولا علاقة لها لا بجهودهم ولا بقراراتهم. فانتعاش أسعار المائدة على سبيل المثال قد يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في أسعار أسهم الشركات دون أن يحرك مديروها ساكناً. وبالفعل فقد أظهرت دراسة حديثة لأسعار أسهم الشركات في السوق الأمريكية على مدى السنوات العشر المنصرمة أن 30 بالمئة فقط من تغيرات أسعار الأسهم تمثل تغييراً صافياً عن أداء تلك الشركات، بينما يمثل 70 بالمئة من تلك التغيرات من ظروف وتطورات عامة تشمل سوق الأسهم بأكمله⁶. فإدراكنا اعتماد التغير الذي يطرأ على سعر سهم الشركة معياراً لأداء مديرها فإنه قد يحدث أن يكافأ بعض منهم بالرمح من سوء أدائهم، وذلك عندما يطرأ تحسن عام على مستوى السوق بأكملها أو على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة.

بالطبع، عندما يحكم على أداء المديرين عبر التغيرات المطلقة في أسعار أسهم شركاتهم، فإنه قد يحدث أيضاً أن يتحمل المديرين خسائر لا علاقة لهم بها ولم تنتج عن أدائهم الفعلي. وذلك عندما يطرأ هبوط عام في أسعار البورصة أكل ذلك على مستوى السوق أم على مستوى القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركات. إلا أن نعلق أجر المديرين بأثر أداء أسعار أسهم السوق أو القطاع بوجه عام صموداً أم هبوطاً هو في الحقيقة أمر إيجابي بالنسبة للمديرين؛ إذ يكفي أن تأخذ بالحسبان ميل السوق عامة إلى النمو لكي نتوقع على المدى الطويل تحسناً عاماً في أسعار أسهم الشركات. من هنا يمكننا القول، إن تأثير تغيرات السوق والقطاع سيؤدي مع مرور الزمن إلى تراكم الأرباح لا الخسائر لدى المديرين.

حتى لو كان احتمال صمود أسعار الأسهم في السوق أو القطاع يساري احتمال هبوطها فإن حطط خيارات الأسهم مصممة على نحو يجعلها تكافئ المدير لدى ارتفاع أسهم السوق باحتمال أكبر من احتمال عكافئته لدى هبوطها. وفي أسوأ الحالات قد يؤدي اختلالات السوق السلبية إلى جعل خيارات الأسهم التي يمتلكها المدير بلا قيمة، في حين إن التطورات الإيجابية السريعة التي تطرأ على السوق قد ندر على المدير اتقاء خيارات الأسهم عليها أرباحاً لا حدود لها. إدراكاً صحيحاً أن احتمال حدوث تطورات سلبية سريعة في السوق أو

القطاع يؤدي إلى خفض قيمة خيارات الأسهم التي يملكها المديرون. لكن ذلك الخفض يمتد أقل من الارتفاع الذي تسببه التطورات الإيجابية السريعة. يمكن إجمال ما سبق بالقول إن تقلبات أسعار الأسهم في السوق أو القطاع متؤدي بالمحصلة إلى زيادة قيمة خيارات الأسهم التقليدية التي يملكها مديرو الشركات.

وإذا عاودنا النظر إلى خطة خيارات الأسهم من منظور مصلحة حملة الأسهم فإنها يجب أن تصمم لتحقيق أحد أمرين اثنين. أما تعظيم الحوافز بالقول بالقياس إلى المال المصروف ثماً لوسائل التحفيز. وأما تحقيق سوية معينة من الحوافز بأقل كلمة ممكنة. عندما يكافأ المدير على ثمرات عامة في أسعار الأسهم في السوق عامة أو في القطاع الذي تنتمي إليه شركته. يمتد ذلك إلى أموال حملة الأسهم لم تُصرف على النحو الأمثل. فقد كان يفترض أن يحقق الحوافز عنها بكلفة أقل. أو أن يحقق سوية أفضل من الحوافز بالكلمة عنها.

لننظر من على سبيل المثال إلى شركة ما تقدم لمديريها 1000 خيار شراء أسهم للشركة بالسعر الثابت الذي يبلغ 5100. إن حرراً من القيمة المتوقعة لهذه الخيارات - أو من الكلف المتوقعة على حملة الأسهم ثماً لهذه الخيارات - ينتج عن حقيقة أن أسعار تلك الأسهم قد ترتفع بعض النظر عن جهود المديرين. فإذا ابت الخيارات التي تنظر إلى حفل عيد الشركة أو السوق عامة إلى رفع أسهم تلك الشركة فإن المديرين سيكافؤون على هذا الارتفاع وسيوقع أسهمون ثماً المكافأة دون أن يكون لها أي أثر على تحفيز المديرين لتحسين أدائهم.

لا شك في أن التوقعات ستكون موجهة أكثر باتجاه تحقيق غرض التحفيز. عندما تستبعد التغيرات التي تنظر إلى على أسهم الشركة التي لا تنتج عن جهود بيدلها المديرون من حسابات التوزيعات المموجة لهم. ومع أن تحديد جميع تلك التغيرات التي لا تنج عن جهود المديرين يمثل أمراً بالغ الصعوبة إلا أن تحديد التغيرات الناتجة عن تطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة هو بالتأكيد أمر ممكن. ومن السهل استبعاد تأثير تلك التغيرات العامة على سعر سهم الشركة أثناء قياس أداء الشركة بالاسترشاد بقيم سهلة الحساب تعبر عن الأداء العام للشركات في السوق عامة أو في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة.

إن إهماد مركبة الترميميات التي لم يستحقها المدبرون بجدارتهم من قيمة خيارات الأسهم الممنوعة لهم أو التقليل من حجم تلك المركبة - ما يعنى التحول من نوع خيارات الأسهم التقليدية الى نوع خيارات الأسهم ممنوعة لثمار المصادقة - من شأنه أن يؤدي الى خفض كبير في التكلفة المتوقعة للترميميات الممنوعة على شكل خيارات لشراء الأسهم. لقد افضت الدراسة التي قام بها جيمس أنجل و دوغلاس مالك كايب التي أن كلفة تقديم خيارات الأسهم التقليدية لمديري أكبر مائة شركة مدرجة على لائحة إن واي إس أي أكبر بأكثر من 14 بالمئة من كلفة تقديم خيارات الأسهم بعد استبعاد أثر تقلبات السوق⁷ أن مقدار خفض كلف الخيارات المقدمة للمدبرين عبر اعتماد خيارات الأسهم ممنوعة لثمار المصادقة يمكن توقيده أو توظيفه من أجل منح المديرين ترميمات اضافية تكون أكثر كفاءة في انجاز الترميم المطلوب

الطرائق الكثيرة المتاحة لانقاص ثمار المصادقة

هناك طيف واسع من الطرائق التي تسمح بانقاص ثمار المصادقة التي يجنيها المدبرون التي تنتج عن ارتفاع في أسعار أسهم شركاتهم لا علاقة له بأدائهم الفعلي أو بجهودهم الخاصة. بعض تلك الطرائق تلجأ الى ما يسمى «المهرسة» أو ما يعادلها من امكانيات تصبح عبر استخدام خيارات الأسهم الممنوعة للمدبرين في حين تتركز مجموعة اخرى من الطرائق على جعل استحقاق الخيارات، في مجملها أو في جزء منها على الأقل، مشروطاً بتحقيق نسبة نمو دنيا لسعر سهم الشركة (تساوي على سبيل المثال نسبة النمو الوسطي لاسعار أسهم الشركات الايطالية نمواً التي يبلغ عددها 20 بالمئة من مجموع الشركات المدرجة ضمن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي اليه الشركة) اذاً، امام مصممي خطط خيارات الأسهم الحرية الكاملة في اعتماد الطرائق التي يرونها مناسبة من أجل انقاص ثمار المصادقة التي يجنيها المدبرون بالقدر الذي يرويه مناسباً وبما يتفق والحالة الخاصة التي يتمتعون بمعالجتها وإن هذا التنوع الكبير للطرائق المتاحة أمام الشركات وشريحيها من فاس إلى محتدل إلى لطيف هو ما يبرهن من حيثها أنها حقيقة أن غالبية الشركات لا تبادر الى قلعة أي قدر من ثمار المصادقة التي يجنيها المدبرون.

المهترسة،

تمثل مهترسة سمر استخدام خيارات الأسهم ايرر الطرق المعروفة لانخفاض ثمار المصداقة. ونمسي بتدليل ذلك الصغر ارتفاعاً أو هبوطاً مماشاة لتقلبات أسعار أسهم باهي الشركات اما في القطاع الاقتصادي، وإما في السوق عامة فتتم بذلك فئسة اثر تلك التقلبات على سمر استخدام خيارات الاسهم لمصوحة لمديرين، بالمطبع، إن مهترسة خيارات اسهم الشركة قياساً الى مؤشر أسعار اسهم باهي الشركات في الحقل الاقتصادي الصيق الذي نمول في الشركة سيؤدي ايضاً الى فئرة اثر تقلبات أسعار الاسهم في القطاع الاقتصادي الأوسع بالإضافة الى فئرة اثر السوق عامة⁹ لقد دعا ألفرد رابابورت الى اعتماد هذه الطريقة في مقالة له بمجلة هارفرد ميرسب ريفيو لاقت الكثير من الاهتمام من قبل الباحثين في مجال الإدارة والممارسين في السوق. لكنها لم تلق اهتماماً يذكر من مجالس الإدارة⁹

إن خيارات الأسهم المهترسة والشاء تقوية الارتباط بين الأجر والاداء تنجح في تعظيم فاعليه الحوافز بالقضاس الى أنصافها الامر الذي يصع الشركات أما خيارات القبر اما خفض الكلف دون اصناف الحوافز وإما تقوية الحوافز (عن طريق منح عدد أكبر من الخيارات) بالكلفة نفسها

لنأخذ على سبيل المثال شركة تقدم اليوم لمديرها 1000 خيار تقليدي لشراء أسهم الشركة بالسعر الراهن الذي يبلغ \$100 ولنمترض أن بمقدور تلك الشركة وبالكلفة نفسها أن تقدم لمديرها 1400 خيار مهترس بسمر قدره \$100 مضروب بمعامل تصحيح بأحد تقلبات السوق بالحسبان. فإذا كل الارتقاع الوسطي لاسعار الأسهم في السوق 30 بالمئة منذ منح الخيارات، فإن سمر استخدامهما يندو \$100 = (30) اي 130 \$ إن هذه الخطة البديلة مسرود المديرين يحولهم أقوى تدفيعهم أكثر من دي قبل الى محسبن ادائهم لانها تكافئهم بما قيمته \$1500 بدلاً من \$1000 في الخطة التقليدية عن كل زيادة دولار واحد نظراً على سمر السهم وتكون نتيجة لجهودهم الفعلية لا لتقلبات السوق بوجه عام¹⁰

إن هذه الطريقة النظامية المعروفة لمهترسة خيارات اسهم الشركة سواء وفقاً لتطورات السوق ككل أم لتطورات سلة من الشركات المشابهة لا تمثل الإمكانية الوحيدة

للفهرسة هناك من يمارس فهرسة خيارات أسهم الشركة المقدمة للمدير وفقاً لمتوسط أداء نظيراتها من الشركات. وذلك انطلاقاً من أنه في هذه الحالة هناك احتمال كبير ألا يحقق المدير أي أرباح من خياراته¹¹ إن من يتبنى تلك الرؤية قد يفضل شكلاً أكثر اعتدالاً من أشكال الفهرسة يتم فيه رفع سعر استخدام الخيارات بمقدار يعادل جزءاً فقط من الارتفاع الوسطي لأسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة. وهناك أيضاً بدائل أخرى من أشكال الفهرسة يتم فيها تصحيح سعر استخدام لخيارات لا عن طريق ربطه بوسطي أداء الشركات الأخرى. بل عن طريق ربطه بأداء مجموعة محددة من الشركات في السوق، ولعل على سبيل المثال بأداء تلك الشركات المدرجة في الربع الأسفل أو العشر الأسفل على لائحة الشركات في السوق أو في حقل عمل الشركة المعنية.

تجدر الملاحظة إلى أن الفهرسة لا تؤدي دائماً إلى رفع سعر استخدام الخيارات. بل قد تؤدي أيضاً إلى خفضه عندما يطرأ هبوط عام في أسعار الأسهم في السوق أو القطاع. ومع أن فهرسة الخيارات حينئذٍ ستترتب على الشركة كلفة اضافية فهاشأ إلى كلفة الخيارات التقليدية إلا أنها تقدم للمديرين حافزاً قوياً يدفعهم إلى الحفاظ على أداء شركتهم أفضل من نظيراتها في مدة تدهور أوضاع السوق أو القطاع. وكما سرى إلى العسل اللاحق فإن الشركات التي تعتمد خطط خيارات الأسهم التقليدية عبر الفهرسة تعتمد في حال هبوط الأسعار في السوق أو القطاع - الأمر الذي يجعل تلك الخيارات تيسر بلا فائدة - إلى منح مديريها خيارات جديدة بديلة عن السابقة أو إلى إعادة تسمير الخيارات القديمة. إن فهرسة خيارات الأسهم تقدم حلاً لآفة مثل هذه الحالات وتُشجّر التقييمات المطلوبة نحو الأعلى أو نحو الأدنى من تلقاء ذاتها.

طرائق أخرى لإنفاذ نوايا المصادفة:

مع أن ربط سعر استخدام الخيارات بمؤشرات السوق أو القطاع يعد أكثر الطرائق المباشرة لإنفاذ نوايا المصادفة انتشاراً؛ إلا أنها ليست الطريقة الوحيدة. إحدى الطرائق البديلة تتمثل في ربط استحقاق تلك الخيارات بسوية معينة من الأداء. ما يعني أن المديرين وفق خطة تعتمد هذه الطريقة سيخسرون خياراتهم في حال فشلوا في تحقيق الأهداف المحددة لهم. أما سعر الاستخدام فعادة ما يحدد بسعر سهم الشركة بتاريخ منح الخيارات عندما

يحقق المدير الأهداف المتفق عليها تستحق خياراته وبإمكانه حينئذ استخدامها والاحتفاظ بجميع الأرباح التي حققها الأسهم منذ تاريخ منحها.

قد تتم صياغة الأهداف المتفق عليها بالاعتماد على أحد مؤشرات أسعار الأسهم كأن تستحق خيارات المدير على سبيل المثال فقط عندما يهبط في الحفاظ على سعر سهم الشركة متوقفاً على مؤشر سهم الشركات في السوق أو ضمن فئة من الشركات المشابهة وذلك لمدة محددة ومتفق عليها أيضاً. وقد يتم اعتماد مؤشرات أخرى غير مؤشر أسعار الأسهم من أجل صياغة الأهداف المطلوب تحقيقها قبل استحقاق الخيارات. مثل إيرادات الشركة من كل سهم من أسهمها أو الربح المحسوب على رأس المال أو خلق رأس المال المقدي على سبيل المثال أو أي صيغة أخرى مركبة من هذه المؤشرات.

وهنا علينا أن نذكر بين خيارات الأسهم المشروطة بتحقيق أهداف محددة ونوع آخر من خيارات الأسهم المرتبطة أيضاً بتحقيق الأهداف المحددة والذي يمكن سميته «خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد». فهذا النوع من الخيارات يسمح للمديرين بالتصرف بها (أي جعلها تستحق) في وقت أبكر من موعدها في حال نجحوا في تحقيق أهداف محددة متفق عليها. قد تقدم خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد حوافز أقوى من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية لأنها تريد من العوائد التي يحصل عليها المدبرون من جراء تقديم سوية أداء أفضل من سوية الأداء المتفق عليها. لكن في حال فشل المديرين في تحقيق سوية الأداء المتفق عليها فإن خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد تتحول حينئذ إلى خيارات أسهم تقليدية حيث إن المديرين سيحتفظون عندئذ وبعض النظر عن سوية أدائهم بحقوقهم في استخدام خياراتهم بالسعر نفسه وفي موعد الاستحقاق نفسه أدناه. النوع من الخيارات (أي خيارات الأسهم المعجلة بالأداء الجيد) لا ينفصل عانقاً في طريق حصد ثمار المصادقة التي تقدمها الخيارات التقليدية للمديرين حتى في حال فشلهم.

ومع أننا قد ناقشنا أشكالاً عدة من طرائق انقاص ثمار المصادقة، إلا أننا لن نحاول في هذا الكتاب تحديد الوجه الأكثر فاعلية من وجهة خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادقة فمن غير المنطقي تحديد شكل واحد يناسب جميع الحالات. وإذا حددنا بالعمل طريقة معينة وجددها الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في قطاع اقتصادي ما فإنه من غير المتوقع أن

تكون تلك الطريقة هي الأكثر جدوى بالنسبة للشركات في القطاعات الأخرى أيضاً بل إن الطريقة المثلى لانقسام ثمار المصادفة قد يختلف في الواقع من شركة لأخرى. إن ما قصدها إيصاله هو أن هناك بعض الأساليب والطرائق لانقسام ثمار المصادفة من المحتمل أن تكون معقدة ومعالجة بالنسبة لعدد كبير من الشركات. ولو لم تكن كذلك بالنسبة لجميعها¹²

إيتماد الشركات المحير عن توظيف خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة

لقد دأبت الشركات في الماضي على تجنب أي وجه من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة مهما كان ممتدلاً أو طليعاً هذا المثل التام وواسع الانتشار في اعتماد أي ألية لمنع حجب ثمار المصادفة قد دعا أحد العلماء المختصين في حقل تعويضات المديرين إلى القول: «إن العيب التام تعريفاً لكل هذه الآليات يبدو محيراً فعلاً»¹³. ولم يتحرك ساكن في هذه المسألة حتى تكثفت فصائح بعض الشركات. فكان هناك جراند طليع ويصعق من حملة الأسهم باتجاه اعتماد بعض ترتيبات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة

لم تكف الشركات عموماً بالايتماد على شكل المهزسة المعتاد الذي يعدل سعر استخدام خيارات الأسهم هياساً مع مؤشرات أسعار أسهم الشركات الأخرى في السوق أو القطاع. بل إنها ابتعدت أيضاً حتى عن الأشكال الأخرى المعتدلة والطيعة للمهزسة التي ذكرناها مهما تقدم. ومن ناحية أخرى لم يلجأ سوى عدد قليل جداً من الشركات. قبل تكشف فضائح الحوكمة إلى اعتماد أشكال الخيارات المشروطة التي تقلن جرءاً على الأقل من ثمار المصادفة التي يحصلها المديرين من ضمن تعويضاتهم. من تلك الشركات التي اعتمدت شكل الخيارات المشروطة شركة موبسانو على سبيل المثال التي ربطت استحقاق خيارات الأسهم الممنوحة لمديرها العام في أواخر التسعينيات من القرن الماضي بمجازه وعلى مدى خمس سنوات متتالية في تحقيق ربح على سهم الشركة يتجاوز ما نسبته 10.5 بالمئة سنوياً¹⁴. وعلى الرغم من أن هذا الإجراء قد لاقى مديحاً واسعاً من قبل الصحافة المختصة ومن قبل شخصيات معروفة ومعالجة في عالم الأعمال مثل السيد وارن بوفيت. إلا أنه لم يمنع في الانتشار على نحو واسع¹⁵ فأحصائيات العام 2002 تظهر أن 8.5 بالمئة فقط من شركات الأسهم العامة الكبرى. التي تعتمد حطط تقديم خيارات الأسهم لمديرها

عمدت مطلقاً إلى ربط استحقاق الخيارات التي تقدمها لمديرها.. ولو جريئاً بتحقيق بعض الاهداف المنفق عليها¹⁵

وهكذا جرت مكافأة العالوية العظمى من المديرين على الريادات المطلقة التي طرأت على أسعار اسهم شركاتهم. وحتى تلك الناتجة عن تغيرات عامة أصابت جميع الشركات في السوق أو القطاع الاقتصادي وبم تستش حداً وبالمعل فأتساءل: مدة النمو السريع في أسواق البورصة التي حدثت في التسعينيات من القرن العشرين جلبت خيارات الاسهم أرباحاً طائلة لجميع المديرين. حتى لأولئك الذين لم يحققوا أي أهداف تستحق الذكر لنأخذ على سبيل المثال حالة اهراسية بتمويلها السوق بنسبة 300 بالمئة. ولمر ما يجنيه مدير شركة يراجع نموها عن وسطى النمو في السوق بنسبة 50 بالمئة. إن هذا المدير سيظل بالرغم من مثله مقارنة مع نظرائه بجني أرباحاً كبيرة: وهذه الأرباح تفوق في الواقع تلك التي يجنيها مدير شركة أخرى تسبق نظرائها وتحقق معدل نمو أفضل من وسطى السوق بنسبة 50 بالمئة لكن في زمن يشهد فيه السوق عموماً مدة من الركود الاقتصادي. يمبر واري بوفيت عن هذه الحال بالقول: «انتي وانتي بأن المديرين العامين الذين يظهرون أداء عادياً جداً يكسبون حقوق ما يستحقون على نحو لا يصدق، وذلك أثناء خيارات الاسهم المصدرة لهم بسخاء كبير»⁷

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

إن الباب شبه التام لخيارات الاسهم منقوصة ثمار المصادفة في خطط نموها من المديرين إنما يجب في صالح المديرين أنفسهم. فالخيارات التي تربط قيمتها بأداء المديرين ليست في صالحهم. وذلك للأسباب ذاتها التي يمكن أن سوفها لتشرح لماذا يجب ذلك النوع من الخيارات في صالح حملة الاسهم. فخيارات الاسهم منقوصة ثمار المصادفة قد تحرم المديرين من ربح كان محققاً باعتماد الخيارات التقليدية، ونحبرهم على التخلي عن بعض مكاسبهم من هنا سيعاول المديرون بكل ما اوتوا من نفوذ وسلطة أن يحصلوا على خيارات الاسهم التقليدية

لنفكر الآن في الذين يعمل بموجبهما خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة لمصلحة حملة الأسهم. فإلقاء عزل خيارات الأسهم عن الأداء العام للسوق أو القطاع الاقتصادي تستلحق الشركة أن تقدم السوية ذاتها من الحوافز لكن بكلفة أقل، موفرة بذلك المال على المساهمين بالطبع سيخسر المديرون حينئذ جزءاً من ثمار المصادفة التي كانوا سيحصلونها من جراء ارتفاع سعر سهم الشركة الناتج عن تغيرات القطاع أو السوق عامة. أما الآلية البديلة فتعتمد على أنه بمقتور الشركة توظيف المبلغ ذاته من المال لكي تمنح المديرين عدداً أكبر من خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، ممررة بذلك الحوافز المقدمة للمديرين لتعويض سوية أدائهم. لا يخسر المديرون في هذه الحالة أي جزء من أرباحهم قياساً إلى ما يجمونه من خيارات الأسهم التقليدية. لكنهم سيُجبرون على التخلي عن مكسبهم وعطائهم الزائدة - أي أنهم سيُجبرون على اتخاذ بعض الخطوات التي من شأنها أن ترفع قيمة سهم الشركة. لكن على حساب سلطتهم وبفقد هم (خطوات تؤدي إلى تصميم حجم أكبر لمطوريهاهم على سبيل المثال) إذاً إنها الأسباب عنها التي نجعل حملة الأسهم يحصلون خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة، تدفع المديرين لأن يحصلوا خيارات الأسهم التقليدية.

أضافة إلى ذلك فإن بعض المديرين ربما يمارسون فهرسة سعر استعداد خياراتهم أو ربط استحقاقها بأدائهم. لأن تدابير كهذه من شأنها أن تسلط الضوء على سوية أدائهم مقارنة بنظرائهم وتفصح ما كان مستوراً. فإلقاء حجب المكافآت عن المديرين في حال تدني أدائهم إلى ما دون السوية المتفق عليها تعزّي خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة سوية الأداء السيئة لأولئك المديرين وتظهره إلى الخارج. إن الحواف من الظهور يعطّر المدير الماشل يختلف تماماً عن الحواف من خطر فقدان المكافأة الناتج عن تطبيق خطة فهرسة الجوائز ولا ينشئ بانتهائه هذا يعني أن المديرين سيُشجعون بالإخراج إذا ما تكشف أدائهم السيئ حتى ولو لجأت الشركة إلى اعتماد وجه لطيف من وجوه الفهرسة يعمهم فرصة ربح أكبر من تلك التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية.

في حالات معينة، قد يؤدي أحد أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة - وهو شكل الخيارات المفهرسة - إلى زيادة أرباح المديرين بالمقارنة مع خيارات الأسهم التقليدية.

عندما يخفض المؤشر المعتمد للمهسة في المدة الممتدة هي رسم مصح الخيارات ورسم استحداثها، يطمس السعر الذي سيدفعه المدير لعملاً للخيارات المموحة له ما يعني زيادة في الأرباح عند استخدام الخيارات. أن هذه الخاصية من خصائص خيارات الأسهم المهسة تقوي الارتباط بين الأجر والأداء (ارتفاع سعر سهم الشركة يجب أن يكافأ أكثر عندما يحصل ذلك على حمية هيوط أسعار أسهم الشركات الأخرى) لكنها تقدم أيضاً قيمة اصافية للمديرين عندما تهبط أسعار السوق أو القطاع بوجه عام ومع ذلك فإن هذه الإيجابيات التي تتمتع بها خيارات الأسهم المهسة لا تضاهي، من منظار المديرين، إيجابيات خيارات الأسهم التقليدية بل أنها تقبل في المافسة أمامها انطلاقاً من نوع نمو السوق مع مرور الزمن، فإن ربح المديرين المتوقع من ارتفاع سعر سهم الشركة نتيجة للارتفاع العام في أسعار أسهم الشركات في السوق أو القطاع سهموق على نحو واضح حيازتهم المتوقعة من انخفاض سعر تلك الأسهم.

أضافة إلى ذلك وكما سري في الفصل 13 فقد وجد المدبرون أساليب متعددة للهروب من بعض كلف هيوط أسعار الأسهم في السوق في نظام خيارات الأسهم التقليدية فعندما يحدث مثل هذ الهيوط ويسحب معه سعر سهم الشركة في السوق. عادة ما يحصل المدبرون على إعادة تفسير لخياراتهم أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة وبسعر استخدام جديد محمض، هكذا فإن الخيارات التقليدية إذا ما جرى ترويدها بتدابير كهذه من إعادة التمسهر أو الاستبدال، تضع المديرين في موقع يعمدون عليه عنوانه «ربح مضمون وحسارة مستحيلة».

إن لمار المصادفة التي تدرها على المديرين خيارات الأسهم التقليدية نصل إلى دروتها في مدد النمو السريع لسوق الأسهم، من هنا سمحت تلك الخيارات للمديرين في العقد المنصرم أن يحمسوا مبالغ كبيرة من التمويلات التي لم تكن مرتبطة بأدائهم الشخصي - وذلك على نحو ييسر منطقياً وعادلاً ويمكن شروفه. فلما كانت المكرة العامة وراء التمويلات القائمة على حقوق الملكية ضخمة وصحيحة، ولما كانت خيارات الأسهم التقليدية تمثل الوجه المرفوف واسع الانتشار من وجوه التمويلات القائمة على حقوق الملكية كان من السهل على المديرين ومجالس الإدارة عماد هذا النوع من الخيارات دون التعرض لسخط حملة

الأسهم لأن الجهاز الإداري والتشغيلي قد فشل في اعتماد شكل خيارات الأسهم مقبولة
لثمار المصادقة

لا يريد القول إن اعتماد خيارات الأسهم التقليدية في البداية - عوضاً عن خيارات الأسهم
مقبولة لثمار المصادقة - جاء نتيجة دفع من المديرين أو استخدام لنموذجهم في مجالس الإدارة.
فإن لشك الدرس وقصوا في بداية الأمر لصالح استخدام خيارات الأسهم - أكانوا أكاديميين - أم
استشاريين في مجال تصميم خطط التمويضات. أم شركات استثمارية. أم حتى مديريين -
ربما لم يذكروا مبدأ في المهرات التي تمتلكها خيارات الأسهم المهرية وغيرها من الخيارات
التي تؤدي إلى انخفاض ثمار المصادقة. لكننا نعتقد أن الاستمرار في اعتماد خيارات الأسهم
التقليدية، وفشل الأشكال الأخرى من خيارات الأسهم مقبولة لثمار المصادقة في الانتشار
بالترغم من انقضاء وقت طويل على طرحها، مرددها إلى الفوائد الجمة التي تقدمها خيارات
الأسهم التقليدية للمديرين.

لقد دأب أعلام المستثمرين والأكاديميين والصحفيين المختصين في مجال إدارة الأعمال
ولسنوات مضت على إبراز مميزات خيارات الأسهم مقبولة لثمار المصادقة. لكن وبالرغم
من الاعتراف المتنامي بأشكال خيارات الأسهم مقبولة لثمار المصادقة بصحتها بدائل
مبسطة وجيدة لأشكال الخيارات التقليدية فقد نادى بها جميع الشركات باستثناء عدد صغير
منها. هل يكمن السبب الحقيقي وراء ذلك الابتعاد عن أشكال المميزات مقبولة لثمار
المصادقة في رغبة مجالس الإدارة في الالتزام بالمظاهر والتقاليد السائدة، وما نتج عن ذلك
من تمسك تلك المجالس بترتيبات التمويضات التقليدية. كما رأينا في الفصل ٩5 أننا نشك
في أن مبدأ المطالبة والميل إلى الالتزام ما هو سائد كافيلاً بمفردهما بتقديم تفسير مقنع
وشاف لهذا الالتزام الكومي إلى حد ما بالشكل التقليدي لخيارات الأسهم وسيلة وحيدة لمنع
المديرين تمويضات قائمة على حقوق الملكية.

أثناء الفترة التي تطورت فيها وسائل وبرامج تقديم خيارات الأسهم وبصفتها وانتشرت
على نطاق واسع ثم أصبح مبدأ المطالبة في منع حبراء واستشاريين خطط التمويضات
من إحداث مميزات جديدة على تلك الخطط كانت نصب في مصلحة المديرين ومن إقناع
مجالس الإدارة بجدوى تلك المهرات - مثل مهرة إعادة الشراء ومهرة تمجيد الاستحقاق.

وبوصفها التأكيد على أن إجراءات الفهرسة، والاستحقاق المشروط لخيارات الأسهم وربطه بتحقيق أهداف محددة ليست أكثر تفصيلاً من هذه الميزات الجديدة التي تصب في مصلحة المديرين ولا هي أصعب منها تطبيقاً لكن المفارقة تتمثل في أن التعديلات التي نصبت في صالح المديرين وجدت طريقها إلى التطبيق والانتشار. في حين بقيت جميع أشكال خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة بعيدة عن التطبيق والانتشار على نطاق واسع.

فضلاً عن ذلك، ومع أن خيارات الأسهم التقليدية لا تزال تتمتع بقدر كاف من الشرعية والقبول ولا يزال يجري اعتمادها من أي اعتراف من هيئة الأسهم. إلا أن مرايا خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة باتت الآن تحظى باعتراف كاف. بحيث إن أي خطوة في هذا الاتجاه من المتوقع أن تلقى مديحاً أكثر من النقد. من هنا فإن أي تحول تقوم به مجالس الإدارة في اتجاه خيارات الأسهم البديلة سيحسب لها على الأغلب مديحاً، بل تصميحاً من مراقبين لحاز جبين. أذاً لا يمكن للضغط المرسوم باتجاه الترميم هو سائد أن يمسر استمرار سيطرة خطط خيارات الأسهم التقليدية على خطط تمويلات لمديرين بل إن مصلحة المديرين في الحفاظ على ثمار المصادفة التي تضمنها لهم خيارات الأسهم التقليدية هي التي تؤدي الدور الأساسي في هذه المسألة.

درائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

12

بالرغم من المزايا الواضحة لأسلوب تمويل الامانة النسبي، إلا أنه غالباً ما يشهد عساً خطط تمويلات المديرين في الولايات المتحدة. لكن التساؤل المطروح والذي يستلزم الإجابة الشافية هو: لماذا يسمح حملة الأسهم للمديرين العامين بأن يراهنوا ويضاربوا بأسهمهم في السوق ويجعلوا لأنفسهم الأرباح الضخمة على حساب حملة الأسهم؟

من دراسة شاملة حول اقتصاد خطط تمويلات المديرين
أجرها جون آيتز و ميشيل كابلان عام 1999

اكتند المدافعون عن خطط وأنظمة التمويل ذات الرأسة لإيجاد الدرائع والحجج التي تسوّغ لحوء الشركات إلى مكافأة مديريها على ارتفاع أسعار أسهمها في سوق البورصة حتى عندما يأتي ذلك الارتفاع نتيجة بتطورات نطال السوق بأكمله أو العقل الاقتصادي الأميق. سدي نعمل هه تلك الشركات وبينما دأب المديرون بأسهمهم والقائمون على وضع خطط التمويل على تركيز على الاعيادات المعاسبية حسب خبراء اقتصاد المال وخبراء قوانين الاقتصاد جهودهم على صياغة درائع وحجج ومسوغات اقتصادية لإمكان وصول المعاوصات المهمة والموضوعية على مطلق درائع بين مديري ومجانب الإدارة إلى هذا النوع من الأجر غير المرتبط بالأداء.

الدرائع المتعلقة بالاختيارات المحاسبية

تتمثل أكثر الدرائع انتشاراً لتسويق عدم اعتماد الشركات خيارات أسهم مقبوضة ثمار مصدقة. لكن ذلك يهزئتها أم يربط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة في أن حسابات الشركات لا تشجع على اعتماد هذا النوع من الخيارات¹

بحسب قواعد هيئة معايير محاسبات المالية فإن الشركة التي تمنح موظفيها خيارات لشراء الأسهم ليست بحاجة لأن تدفع أي صرائب أو رسوم على الإيرادات تلك. لخيارات في حال تحقق شروطين (1) إذا جرى تثبيت سعر استخدام الأسهم على قيمة أكبر أو تساوي سعرها في السوق بتاريخ منح الخيارات و(2) إذا كانت أجال الخيارات محددة سلفاً وبلا ظل هذه الشواهد فإن الشركة التي تمنح مديريها خيارات الأسهم التقليدية ليست بحاجة لإدخال تلك الخيارات في حساباتها وطرحها من الإيرادات - لا عند إصدار الخيارات. ولا عند استخدامها من قبل المديرين. حين تحصل الشركات على خفض صريحي مساوي ما يصيه مديروها² فتكاليف خيارات الأسهم التقليدية التي تمنحها الشركة لموظفيها لا تظهر إدراكاً في أرقام الإيرادات التي تصرح عنها الشركة.

حلاًفاً للخيارات التقليدية لا تتمتع الخيارات لمهترسة بسعر تصرف ثابت. ولذلك فهي لا تدخل ضمن النطاق المعنى من الصرائب. وعلى الشركات التي تمنح خيارات مهترسة أن تقارن باستمرار بين أسعار تلك الخيارات وأسعار أسهمها في السوق وأن تعبر صريية على الإيرادات المحققة الناتجة من ارتفاع سعر السهم في السوق نسبة إلى سعر استخدام السهم المهترس. من جهة أخرى تخضع الخيارات التي يرتبط استحقاقها بتحقيق أهداف محددة للمعاملة المنسبة ذاتها فهي يتعلق بأسلوب إدارة محاسبات الشركات التي تصنع لها خيارات الأسهم المهترسة إدراكاً، وبحسب المدققين عن خيارات الأسهم التقليدية فإن مجالس الإدارة تفحص هذه الخيارات التقليدية على الخيارات مقبوضة ثمار المصادفة لأن الخيارات التقليدية تؤدي إلى أرقام أعلى لإيرادات الشركات المعلنة ما قد يفضي بدوره إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركات في السوق³.

غير أن هذه الاعتبارات المحاسبية ليست قادرة على تقديم تفسير مناسب أو تسويق كاف لهذا المذهب شبه التام لخيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة. إيماناً بثقل بمكرة أن آلية تسعير الأسهم في السوق ليست بالآلية الباعلة مائة بالمائة ونتيجة لذلك فإنه من المحتمل أن يبيع المستثمرون الشركات التي تدخل خياراتها في حسابات مبرائياتها قيمة ادس من القيمة التي يمحونها للشركات التي تستعمل العدد ذاته من الخيارات لكنها لا تدخلها في حساباتها⁴ إذ كان الأمر كذلك. فإن الشركات التي تعتمد خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة التي

منضطر إلى ادخال تلك الخيارات في حسابات ميزانيتها لتكون أفضل جداً للمستثمرين الذين تقتصرهم النظرة العميقة للأمور من تلك الشركات التي تعتمد الخيارات التقليدية التي لا تدخل في حساباتها. ولكن حتى لو فرضنا جدلاً أن الأمر على هذا النحو، فإن ذلك لا يعفي على الإطلاق أن غياب خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة من خلط تمويلات المديرين بميزانها عن مساومات على مطلق الدراع بين المديرين ومجالس الإدارة

هناك شرطان اثنان يجب أن يتحققا قبل أن تؤدي المعاملة لمحابسة غير لوائيه التي نعطس بها خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة إلى جعل تلك الخيارات غير حذابة لشركة من الشركات: (1) على السوق أن يظهر قدرأ كبيراً من عدم الكفاءة حتى يؤدي تحول تلك الشركة إلى الخيارات المفهوسة أو المشروطة بسوية محددة من الأداء إلى خفض واضح وقصير الاجل في سعر سهم الشركة في السوق (إداسه من المختصر على المدى الطويل أن يعبر سعر سهم الشركة في السوق عن قيمتها الحقيقية) و(2) على الخسارة التي يسببها هذا الانخفاض القصير الأجل في سعر سهم الشركة في السوق ويحتفلها المسهون (الذين ربما يضطرون إلى بيع أسهمهم لحاجتهم إلى السيولة) أن تكون أكبر من الربح الذي يجلبه لهم اعتماد خيارات الأسهم مقبوضة ثمار المصادفة. ولما كنا لا نرى مسوغاً لكون هذين الشرطين محققين بالنسبة لجميع الشركات، فإنه من غير المنطقي أن تكون الاستثمارات لمحابسة هي السبب الحقيقي وراء هذا المهبأ شبه الكامل للخيارات مقبوضة ثمار المصادفة من خلط تمويلات المديرين.

تجدر الإشارة هنا إلى أن أصحاب مؤسسات الاستثمار ومشاريعهم من الخبراء لا يشاركون الجهار التعدي هذه النظرة السلبية إلى الخيارات المفهوسة وبالعقل فإن مراكز خدمات حملة الأسهم المؤسساتية الذين تسمح بصانعها من قبل عدد كبير من أصحاب مؤسسات الاستثمار. وكذلك مجلس أصحاب المؤسسات الاستثمارية الذي يمثل أكثر من 130 صندوقاً تشاعدياً. دعا إلى اعتماد جهات الأسهم المفهوسة على الرغم من أن هذه الخطوة من شأنها أن يخفض أرقام الإيرادات المخطئة⁵ كما أن مؤسسات استثمارية متنوعة أخرى دعمت أيضاً فهرسة جهات الأسهم⁶

إن أصحاب مؤسسات الاستثمار لا يوافقون أيضاً على الموقف السلبي الذي يتبناه المديرون من موضوع ادخال خيارات الاسهم في حسابات الشركات. بل إنهم يرون في التوقيع على احتساب خيارات الاسهم في الميزانية امراً يصب في مصلحة حملة الاسهم بعض النظر عن طبيعة تلك الخيارات. أكانت منقوصة ثمار المصادرة أم لا. فهي عام 2002. شرعت مؤسسة TIAA-CREF الاستثمارية بالضغط على نحو 1700 شركة من كبرى الشركات العامة في السوق التي تمتلك فيها حصصاً، من أجل حثها على ادخال خيارات الأسهم التي تمنحها لموظفيها في حساباتها⁷ ومن جهة عبر مجلس مؤسسات الاستثمار أيضاً عن دعمه وتأييده لإدخال خيارات الاسهم في حسابات الشركات⁸ وفي عام 2003 لاقت بدائل مجالس حملة الاسهم التي تدعو الى احتساب خيارات الاسهم في ميزانيات الشركات أكبر قدر من الدعم على مستوى حملة الأسهم عموماً بين تلك النداات المنطقة بالتنقيصات التي عادة ما تصدر عن المجالس المختلفة لحملة الاسهم⁹

وعلى اثر فصائح حوكمة الشركات التي بدأت في أواخر عام 2001 واستجابة للصمود التي مارسنها مؤسسات الاستثمار مثل مؤسسة TIAA-CREF، قررت مئات الشركات، بما فيها كوكا كولا و بانك ون و واشنطن بوست البدء بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها وذلك في معنى منها لاسترضاء حملة الأسهم. والأمر بالغ التمييز بنجس في أن تلك الشركات. وبالأحرار من أنها استجابت للصمود وأدخلت خيارات الأسهم في حساباتها إلا أنها لم تتحول الى اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادرة - مع أن دريختهم في عدم اعتماد هذا الوجه من وجود الخيارات. وهي عدم الرعية بإدخالها في الحسابات. لم تعد صالحة على الإطلاق. ولما كان من المرجح أن يستمر المديرون في التأثير على نظام أجورهم. فإنما يتوقع أنه ما دامت الصمود المفروضة على الشركات صميرة باتجاه اعتماد خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادرة فإن تلك الشركات ستستمر في استخدام الخيارات التقليدية. حتى لو أدخلتها ضمن حساباتها وبعض النظر عما إذا كانت تقوم بذلك رغبة ام مكرهة. إن سلوك الشركات المتفق مع هذا التوقع اما يبرر صحة الاعتقاد بأن الاعتبارات المحاسبية كانت مجرد ذريعة ولم تكن عائقاً حقيقياً في طريق اعتماد حسابات الأسهم منقوصة ثمار المصادرة.

ويبدو أن القاعدة التي يعتمد عليها تفسير الغياب الشامل لخيارات الأسهم منقوصة لثمار المصادفة بناء على اعتبارات محاسبية متلاشش تماماً في المستقبل، فهي آدار/مارس من عام 2004 أصدرت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية مسودة مقترح قانون يلزم الشركات العامة بإدخال خيارات أسهمها في ميراثيات السنوات المالية التي تبدأ بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004¹⁰ وبالرغم من الصعوبات الكبيرة الماكمة إلا أنه من المحتمل أن تتجس هيئة معايير الحسابات المالية في فرض ذلك القانون. كما يحضر الكونرس من لسن قانون يحرص ادخال الخيارات الممنوحة للمدير العام وأربعة من المديرين التنفيذيين الآخرين الأكبر أجراً في كل شركة في حسابات ميراثياتها لكنه لا يجبر الشركة على القيام بذلك بالنسبة للخيارات الممنوحة لباقي الموظفين. وفي حال نجح تمرير هذا القانون في الكونرس وبات على الشركات ادخال خيارات مديريها في حساباتها فإن ذلك سيكون بمثابة امتحان آخر لمدي قدرة درجة الاعتبارات المحاسبية على تفسير الغياب التام لخيارات الأسهم منقوصة لثمار المصادفة من خطط ترميمات المديرين وحينئذ سيبدل إصرار الشركات على اعتماد الخيارات التقليدية بالرغم من اعدام الافضلية المحاسبية. على أن معطى الاعتبارات المحاسبية لم يكن سوى عتده لنح المديرين ترميمات الخيارات بالشكل الذي يعطي مصانحهم الخاصة الافضلية على مصالح حملة الاسهم

المعركة الدائرة حول إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات

تشد بدل المديرين جهوداً كبيرة من أجل منع هيئة معايير الحسابات المالية من فرض ادخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات. وقد يكمن الدافع وراء ذلك الجهود - جزئياً على الأقل - في مصطحة المديرين بأن يستمروا في الاستفادة من المزايا التي تقدمها لهم الخيارات التقليدية

في علم المحاسبة. عندما تشتري شركة ما بطاقات سمر بالمائة وتدمع لسن تلك البطاقات على شكل خيارات اسهم في ملكية الشركة يتم التنازل عنها لصالح شركة التظهار فإن قيمة تلك الخيارات شتدح على شكل مفاات في حسابات الشركة. إن ادخال خيارات الأسهم تلك إلى حسابات الشركة أمر منطقي، اد أن الشركة ستكون قد قدمت

شعباً ذات قيمة في مقابل حصولها على بطاقات السمر. إن عملية التبادل هذه تكافئ في الواقع عملية تجارية من خطوتين. في الخطوة الأولى تباع الشركة خيارات أسهمها لطرف ثالث، وفي الثانية تشتري البطاقات بما حصلت عليه من مال في الخطوة الأولى.

غير أنه قد كان مسموحاً حتى الآن للشركات ألا تدخل خيارات الأسهم الممنوحة لبعض موظفيها الكبار في حساباتها، وتلك كانت الخيارات التي تحقق شرط التقييد (1) أن يكون سعر استخدامها ثابتاً ويساوي على الأقل سعر السهم في السوق بتاريخ منحها و(2) أن يكون لها أجل محددة. أثناء العقد الماضي حاول الإصلاحيون الضغط باتجاه إدخال جميع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين في حسابات الشركات، غير أن المدبرين لعبوا دوراً كبيراً في إحباط هذه المحاولات. في منتصف التسعينيات من القرن الماضي سعت هيئة معايير الحسابات المالية إلى إدخال جميع التوزيعات المهمة على ملكية الأسهم في حسابات الشركات، وذلك بالاعتماد على قاعدة منطقية ومنسجمة - على نحو يتفق والطريقة المراسمة التي تعامل بها الخيارات المفضلة والخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة¹¹ إلا أن معارضة جامعة أجيبرت هيئة معايير الحسابات المالية على أهداف مفاعيلها هذه¹² وعوضاً عن ذلك ألزمت الهيئة الشركات التي لا تدخل خيارات الأسهم في حساباتها بأن تكشف عن كلمة خيارات الأسهم الممنوحة لموظفيها على هوامش بياناتها المالية¹³. وبعد فضائح حوكمة الشركات جدد الإصلاحيون جهودهم وحققوا على ما يبدو بعض النجاحات، إذ من المتوقع أن تدفع الشركات مرة، بأقل تقدير، على إدخال خيارات الأسهم الممنوحة لمدبري الصف الأول من حيث الأجر في حساباتها غير أن المدبرين قد أظهروا تصميمهم كبيراً في مجابهة أي توجه نحو احتساب خيارات أسهمهم، وقد وظفوا الكثير من الوقت والجهد ورأس المال السياسي من أجل الحيولة دون حصول ذلك.

يدعي المدبرون أن كساحهم الشديد ضد إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما يستند إلى أن احتساب خيارات الأسهم سيؤدي إلى خفض الإيرادات المضافة، وتالياً إلى انخفاض سعر السهم، ما يفسد في المحصلة إلحاق الضرر بحملة الأسهم. ولما كانت خيارات الأسهم الممنوحة باتت الآن تساوي مبالغ طائلة من المال فإن احتسابها في الميزانية سيترك أثراً كبيراً على الحد الأدنى للإيرادات الشركات. فبينما كان احتساب خيارات الأسهم عام

1992، سيعمىس الإيرادات بنسبة 2-3 بالمئة¹⁴ ارتفعت تلك النسبة على نحو ملحوظ بعد عقد من الزمن¹⁵ حسب بيانات احتساب خيارات الأسهم في بعض الحالات، شركة سيسكو على سبيل المثال من شأنه أن يقلب أرباح الشركات المعلقة الى خسائر

لقد بات مبروراً على الشركات في الوقت الراهن أن يقدموا القسّم البكافئة لخيارات الأسهم التي يمنحونها لموظفيهم على هوامش بياناتهم المالية. فعدت تلك القيم متاحة للمهتمين في السوق لكن المديرين يشددون على أن المتعاملين في السوق لا يجهزون تلك الهوامش أي انتباه بل يركزون جل اهتمامهم على أرقام الإيرادات المعلقة. وبحسب رأيهم، فإن نقل هذه المعلومة من هوامش البيانات المالية للشركات الى صلب تلك البيانات من شأنه أن يعبر نظرة المستثمرين إلى تلك الشركات، وسيب تالياً انعكاس أسعار أسهمها في السوق. ويردعها إلى حمص اعتمادها على خيارات الأسهم.

انما ننظر الى ادعاءات المديرين تلك بعين الشك، فأولاً وقبل كل شيء نكرم هيئة معايير الحسابات المالية جميع الشركات بإدخال خيارات أسهمها في حساباتها لا شركات بعضها دون سواها الأمر الذي يعني أنه حتى لو كانت أسواق البورصة على درجة كافية من عدم الكفاءة لكي تقوم الشركة التي تتجأ طوعاً الى احتساب خيارات أسهمها في مبرراتها بأقل مما تقيم شركة أخرى مماثلة تماماً ما خلا أنها لا تحسب خيارات أسهمها ولا تظهرها صراحة في مبرراتها بل تضعها على هامش بياناتها لماني إلا أن حتى حينئذ فإن شمولية الإكترام وتطبيقه على جميع الشركات يبطل احتمال المواجهة بين شركة تحتسب خيارات أسهمها وأخرى تمتنع عن ذلك إضافة الى ذلك، إذا كان احتساب الخيارات التقليدية أمراً ضرورياً من أجل الشفافية في السوق وعدم إخفاء كلفة تلك الخيارات، فإن من غير المنطقي الاعتماد بآل احتساب الخيارات سيدفع الشركات إلى الترويج عن اعتمادها والاستفادة منها في خطط تمويلاتها، بل إن ذلك الاحتساب سيدفع الشركات الى التقليل من الاستفادة من تلك الخيارات فقط في الحالات التي تتجاوز فيها كلفة تلك الخيارات (المعترف بها حديثاً) الأرباح التي يدرها توظيفها على حملة الأسهم

وفي جميع الأحوال، فإن النقطة الأساسية التي يود التركيز عليها هنا تتمثل في أن الحملة التي يشنها المدبرون على إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما نعدم

مصالحهم الخاصة في الحفاظ على ترتيبات التوزيع المبحرة بوصف لصالحهم وعلى وجه التعدد يمكننا ذكر أمرين أساسيين يفعلان المديرين الذين يسمون لتوقيع عقود عمل جديدة إلى رفض إدخال خيارات الأسهم التي سيحصلون عليها في حسابات شركاتهم.

الأمر الأول يتمثل في أن احتساب الخيارات سيدخل قدرأ أكبر من الشفافية إلى نظام الأجر المرتبط بخيارات الأسهم ويجعل كلفتها جلية وواضحة لشريحة أوسع من المراقبين الخارجيين. وعلى اعتبار أن بعض المستثمرين كما يدعي المديرون أنفسهم، يهرون اهتماماً أكبر للبيود الواردة في البيان المالي من الأسهم الذي يصورونه للبيود المدرجة على هامش البيان، فإن احتساب الخيارات وإدخالها في الميزانية سبقت نظر المستثمرين إلى كلمة خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً بما فيها تلك الخاصة بالمديرين. ولما كانت الخيارات الممنوحة للشريحة العليا من المديرين تشكل جزءاً أساسياً من مجموع خيارات الأسهم الممنوحة للموظفين عموماً¹⁶ فإن احتساب الخيارات من شأنه أن يبرر كلفة الخيارات الممنوحة للمديرين ويعربها أمام حملة الأسهم. ما قد يشكل ضغطاً على مصممي خطط التوزيعات باتجاه حصص حجم الخيارات الأكثر كلفة التي لا يمتزج عنها زيادة حقيقية في قيمة رأس مال المساهمين.

لقد أثبتت دراسة قامت بها باتريشا ديتشوف و أمي هانسون و ريتشارد سلون أن ممارسة المديرين لإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات إنما تتبع في جزء كبير منها من اعتبارات تمويهية محضة¹⁷ فقد وجدت تلك الدراسة درجة واضحة من التلاعب في ممارسة أي شركة لسمي هيئة معايير الحسابات المالية نحو إدخال الخيارات في الحسابات في منتصف التسعينيات من القرن الماضي من جهة وحجم التوزيعات التي يحصل عليها المديرين في تلك الشركة وكذلك سمية توزيعات المديرين المدفوعة على شكل خيارات من جهة أخرى. وعلى العكس من ذلك لم يجد الباحثون على الدراسة أي إثبات على أن إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات يبريد فعلياً من كلفة خلق رؤوس الأموال الجديدة. خلصت الدراسة إلى أن المديرين إنما كانوا يروجون لدراسة كلفة خلق رأس المال بهدف إحصاء قوتهم من أن إدخال خيارات الأسهم في الحسابات سبقت للاهتمام إلى الحجم الحقيقي لتوزيعاتهم.

أما الأمر الثاني الذي يدفع المديرين إلى رفض ادخال خيارات الأسهم الممنوحة لهم في حسابات شركاتهم فيتمثل في أن احتساب خيارات الأسهم التقليدية من شأنه أن يحرمهم من أحد أهم مسوغاتهم لرفض أي نوع من التحول باتجاه خيارات الأسهم مقنونة ثمار المصادقة ألا وهو ما يسوقونه دائماً من أن مثل ذلك التحول سيخفض من أرقام الإيرادات المعلنة للشركة. لكن، إذا ما جرى احتساب جميع أشكال خيارات الأسهم فإن ما ينتج عن حساب الخيارات مقنونة ثمار المصادقة ينتج أيضاً عن احتساب الخيارات التقليدية وكنتيجة لذلك فإن دريعة الاعتبارات المحاسبية التي يساق صد اعتماد خيارات الأسهم مقنونة ثمار المصادقة ستتلاشى تماماً حينئذ، ما من شأنه أن يصري وعلى نحو مخرج للمديرين حقيقة أن منحهم إلى شكل الخيارات التقليدي إنما يطلق من مصالح شخصية صرفة

ولو كانت تحفظات المديرين على مبدأ الاحتساب والحملات التي يشوبها صد مدفوعة فعلاً من حرصهم على مصلحة حملة الأسهم لصعدوا أيضاً صد احتساب الخيارات المهرسة والخيارات المشروطة بجودة أداء المديرين، ولما ركزوا على اختيارات التقليدية فقط. فليس ثمة مسوغ صالي منطقي يدعو إلى احتساب الخيارات المرتبطة بالأداء بون أن يدعو في الوقت عيمه إلى احتساب لخيارات تقليدية بل إن الخيارات مقنونة ثمار لمصادقة تنقل كاهن حملة الأسهم بكلمة أقل من الخيارات التقليدية لأن احتمال عدم استخدام تلك الخيارات أكبر من احتمال عدم استخدام الخيارات التقليدية. ومع ذلك هل المديرين الذين يظهرون ممارسة شرسة لاحتساب الخيارات التقليدية لا يهدون أي اندفاع نحو معاملة الخيارات مقنونة ثمار المصادقة بطريقة مشابهة. إن سعي المديرين إلى الحفاظ على الانفصالية المحاسبية للخيارات التقليدية على أشكال الخيارات الأخرى إنما يصب في مصلحة الشخصية ولا شك أن المساواة بين جميع أنواع الخيارات هيما يتعلق بالاعتبارات المحاسبية من شأنه أن يهطل أي حجة أو دريعة محاسبية تنار صد الخيارات مقنونة ثمار المصادقة؛ بل إن تلك المساواة قد نصب حقيقة في مصالح حملة الأسهم. بيد أنها وبكل تأكيد ستعبر بالمصالح الشخصية للمديرين

هل الخيارات التقليدية هائلة بالرغم من كل شيء؟

يرى خبراء الاقتصاد المالي عادة أن أثر كشف كلمة الخيارات على سعر السهم في السوق لا يرتبط بكمية تقديم تلك المطومة في البيئات المالية المتاحة للعموم. ما يعني بعبارة أخرى أنه من غير المهم أن كانت كلمة تلك الخيارات مذكورة في هامش البيان المالي أم في ضلحه. لذلك فقد بحث أولئك الخبراء عن حجج ودرائع غير تلك المرتكزة على الاعجازات المحاسبية من أجل تشجيع اعتماد الخيارات التقليدية التي لا تغلر ثمار المصادفة لكن وكما سرى لاحقاً فإن أباً من تلك الموسوعات والدرائع والحجج أن يجمع في إعطاء تفسير مقنع لمباب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المصادفة من خطط تمويلات المديرين على نحو شيء تام.

ترتكز الدريفة الأولى على ارتشاع تكاليف وضع خطط التمويل. حيث يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن تصميم وإدارة خطط التمويل التي تسيء إشار تغيرات السوق أو القطار الاقتصادي على أسعار الأسهم والخيارات أمر بالمعظم التكاليف¹⁸ غير أن التكاليف الضرورية لإدارة تلك الخطط لا تذكر بالمقارنة مع حجم الأموال التي يتم إدارتها عبرها. هناك بداية طيف واسع ومنعد من المؤشرات المتعلقة بالسوق ككل أو بالقطاعات الاقتصادية المتعددة. تنشر في مجلة وول ستريت جورنال يومياً وهي منحة الكترونيّاً وعلى نحو مباشر على مواقع كثيرة في شبكة الإنترنت. إضافة إلى ذلك فإن قوانين الأوراق المالية بعدد ذاتها تطالب شركات الأسهم العامة بأن تقوم إتماماً الاقتصادي في السوق قياساً إلى مؤشرات الحقل الاقتصادي الذي نعمل ضمنه والصراع الذي تنتمي إليه وكذلك بالمقارنة مع نظيراتها من الشركات الأخرى المماثلة. ولأن تنشر ذلك التمويل على نحو دوري منتظم¹⁹ باختصار، أن جميع المعلومات اللازمة لمهارة الخيارات متاحة وميسرة ولا يتطلب إحداثها إلى خطط الخيارات سوى القليل من الكلف الإضافية.

الدريفة الثانية تدعي وجوب شادي التأثير في قرارات المديرين حول الدخول في قطاعات اقتصادية جديدة وعدم حرف أو تشويه تلك القرارات. يرى بعض خبراء الاقتصاد أن مكافأة المديرين على ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم الناتج عن خطوات عامة في القطار الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركاتهم إنما يدفعهم إلى الاتهام المطلوب الذي يصب في مصلحه حملة

الأسهم. فالقطاع الذي تنتمي إليه أي شركة كما تتولى هذه الدريمة ليس من ثوابتها بل إن القرارات التي يتخذها المدبرون قد تؤثر على امتثالها وتموضعها في السوق. لذلك فإن الاستجابة المثلى لتردي حال الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه أي شركة يمكن أن يتمثل في التحول إلى حقول عمل أخرى أحسن حالاً²⁰ وإن تحميم المدبرين للسهر في هذا الطريق لا يتم فقط بمكافأاتهم على حسن أداء شركتهم قياساً إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه. بل على حسن أداء القطاع ككل أيضاً إضافة إلى ذلك. تتابع هذه الدريمة فإن خيارات الأسهم لمهرسة وفق مؤشرات القطاع الذي تنتمي إليه الشركة لا تفضل فقط في تحميم مدبريها لدخول قطاعات أخرى مربحة جداً بل أنها تقدم لهم حافزاً غريباً ومستجماً للبقاء في قطاع يتراجع عموماً مجرد أن يكون أداء شركتهم النسبي في ذلك القطاع أفضل من أدائها النسبي المتوقع في قطاع آخر أكثر ربحاً من القطاع الراسخ²¹

لكن حتى لو اقرربا بصحة وسلامة تقديم الحوافز للمدبرين لدهمهم إلى اتخاذ القرار السديد فيما يختص بتوجيه الشركة نحو القطاع الاقتصادي الأكثر ربحاً وذلك لقاء مكافأاتهم على حسن أداء القطاع الذي تنتمي إليه فإنه ما من مسوغ لمكافأتهم على حسن أداء السوق بكامله من هنا عليه بمقدور الشركات التي ترغب في تحميم مدبريها للتوجه إلى قطاعات أكثر ربحاً أن تعتمد على استبعاد أثر تميرات السوق ككل على خيارات أسهمها والإبقاء على أثر تميرات القطاع. ولذلك عن طريق فهرسة خياراتها وفق مؤشرات تعبر عن أداء السوق عموماً دون النظر إلى أداء القطاع الذي تنتمي إليه. باحتصار إن الاعتبارات المتعلقة بتعيير نموضع الشركة في السوق غير قادرة على تسوية مدرة اعتماد أي وجه من وجوه خيارات الأسهم مقنونة ثمار المصادفة في خطط تمويزات المدبرين

تكرر الدريمة الثالثة على فكرة التخميم من حدة المنافسة ضمن الحقل الاقتصادي الذي تعمل فيه الشركة. تحاول هذه الدريمة اللجوء إلى اعتبارات استراتيجية حول فكرة المنافسة من أجل تفسير التعيب شبه الكامل لخيارات الأسهم مقنونة ثمار المصادفة من خطط تمويزات المدبرين. إن الخيارات التقليدية وأثناء مكافأة المدبرين على حسن أداء سهم الشركة، المتعلق بأداء الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه الشركة، تربط على نحو غير مباشر بين تمويزات المدبرين في شركة ما وأداء منافسها من الشركات الأخرى في الحقل

الاقتصادي، فبمجه ويدهب بعض خبراء الاقتصاد إلى القول إن هذا الربط غير المباشر بين أجر مديري الشركات وأداء مفااضيتها من الشركات الأخرى إنما يصب في صالح حملة الاسهم، وذلك أثناء تخفيف حدة المنافسة، ما يسمح بدوره لجميع الشركات في الحقل الاقتصادي الواحد بتحقيق المزيد من الأرباح²²

لكن واقع الأمر لا يشير إلى أن جميع الشركات تعمل في أسواق يصح فيها هذا النوع من التواطؤ الضمني. بل إن ما يجده على أرض الواقع من مؤشرات واضحة فيما يتعلق بالاعتماد الصريح لحطط الحوافز السوية على ما يسمى «تقويم الأداء النسبي» (ولو لم يكن بالقدر الكافي) يتعارض مع هذه الذريعة الاستراتيجية. ففي الحطط الذي يعتمد تقويم الأداء النسبي يجري تسهيل المقارنات ضمن الحقل الاقتصادي الواحد على تلك المقارنات التي تتجاوز الحقل الواحد لتشمل حقولاً أخرى أيضاً²³، وبالأخص من أن الرأيا العنطة لتخفيف حدة التنافس قد نجعل من ربط أجر مديري بعض الشركات بأداء الشركات المنافسة الأخرى في الحقل الاقتصادي الذي تعمل ضمنه أمراً مرغوباً فيه، إلا أنها لا يمكن أن تسوغ العياب شبه التام لمقارنات المقهوسة وفق مؤشرات القطاع الاقتصادي الأوسع، ولا يمكن أن تقسر الفضل الكبير للشركات في إبعاد آثار تقلبات السوق الواسعة على حطط تقويمات المديريين. من هنا يمكننا القول إن نظرية التواطؤ الضمني غير قادرة هي الأخرى على تسويق فشل الشركات شبه الكامل في إبعاد ثمار المصادفة عن حطط تقويمات المديريين.

تعتمد الذريعة الرابعة على محاولة نفي المديريين عن المجازفة في فرض تنبيلات سريعة ومخاطفة لتطور السوق على أسعار أسهم شركاتهم. لقد قدم ساول ليفمور درجة «التنبيلات هائلة المجازفة» لتسويق لجوء الشركات إلى المقارنات التقليدية، ويصحب هذه الدرجة، فإن المقارنات المقهوسة من شأنها أن تشجع المديريين على الاعتماد بأسعار أسهم شركاتهم عن مسار اسهم السوق عموماً، وذلك بهدف جعل خيارات الاسهم التي يمتلكونها رابحة²⁴ وهذا ما قد يجعل المديريين يضلون فرض تمعد الفضل المشروعات والاستراتيجيات التي نصب في صالح الشركة ويمجرون وراء مشروعات واستراتيجيات أخرى تحمل في طياتها مخاطر وتعتبر كبيرة في أسعار أسهم شركاتهم نسبة إلى أسعار اسهم السوق سلباً خلف مصالحهم الخاصة

حتى لو صح أن الماهرة تدفع المديرين بالعمل إلى المزيد من المجازفة إلا أنه لا يوجد أي مؤشر واضح على أن ذلك الاستعداد للمجازفة يصمم قدرتهم على اتخاذ القرارات السليمة. في غياب حوافز الأسهم، يمكن القول أن المديرين الذين يهابون المجازفة قد لا يجارحون بالقدر الذي تستدعيه مصلحة حملة الأسهم. وهنا يأتي دور ملكية حوافز الأسهم التي تكافئ المديرين على قراراتهم الشجاعة وتضع ذلك التحلل المتمثل في امتناع المديرين عن اتخاذ القرارات التي تتطلب الشجاعة والمجازفة الصحية لكن ما من سبب مقنع يدفعهم للاعتقاد بأن الحوافز الماهرة ستدفع المديرين إلى المحصلة إلى اتخاذ القرارات المحطاً عندما يبادرون إلى اتخاذ القرارات الجريئة. بل ليس هناك أي سبب على الإطلاق يطمعنا بشأن المكاسب التي توفرها الخيارات التقليدية بالقياس مع الحوافز الماهرة هي بذلك الحجم الذي يسوغ ما تتضمنه الخيارات التقليدية من حجم كبير لشاغل المصادمة التي يعصفها المدبرون. وأخيراً، فمعنى لو كان الأثر الذي يحدث عنه لمصير في غير صائغ حملة الأسهم وكبيراً إلى الحد الذي يسوغ رفض بعض الشركات للحوافز الماهرة فمن غير المرجح أن يكون الأمر كذلك بالنسبة لجميع الشركات عموماً

تقوم الدريسة بحامسة على أهمية العمل على الاحتفاظ بالمديرين العاميين في مدد النمو السريع في سوق الأسهم. لقد تقدم تشارلز هاملبرغ وحسن ها بارد بمظنية جديدة لتسويق اعتماد الحوافز التقليدية تقول إن تلك الحوافز توفر وسيلة مريحة وقاعدة للاحتفاظ بالمديرين الموهوبين في أوقات النمو السريع للسوق²⁵ لقد وجد الباحثان في دراستهما ارتباطاً بين حجم تمويليات المديرين العاميين وحجم الأرباح الحقيقية. ويرأي الباحثين. فإن هذا الرباط إنما يسج عن عدم مرونة سوق العمل في توفير الحوافز وتزويد الشركات بأشخاص قادرين على إدارة الشركات العامة²⁶. وكلمنا أرداد السوق معاً هكذا يرى الباحثان. ارتفع الطلب على المديرين وارتفع معه حجم تمويليات المديرين العاميين من أجل الاحتفاظ بهم وعدم التصريط بعبراتهم. ولما كانت أرباح الحوافز التقليدية ترتكز أساساً على ارتفاعات أسعار الأسهم المدفوعة بتميرات السوق، فإنها تمتلك آلية داخلية لرفع الأجر تلقائياً مع ارتفاع أسعار أسهم السوق

حتى لو كان من المطلوب اعتماد آلية تلقائية لرفع اجر المديرين مع ارتفاع أسعار أسهم السوق في أوقات نمو السورع وذلك من أجل الاحتفاظ بالمديرين المعبرين وعدم التمريط بغيراتهم. هلن العيارات التقليدية لا تقى بالمرص. صحيح أن العيارات التقليدية مريد من الأرباح المديرين في أوقات النمو السورع للسورق. عبر أن الجرء الأكبر من تلك الأرباح -وهي الأرباح التي تدبرها عليهم حياراتهم المسعفة سابقاً- لا تأشير له في سمير المديرين على البقاء في الشركات التي يملكون فيها راسماً. إذ أنهم بتركهم شركاتهم لا يحسرون حقهم في التصرف بخياراتهم المسعفة سابقاً

لناحد على سبيل المثال شركة توقع عقداً مع مديرها العام تمنحه بموجبه حيارات تستحق تدريجياً على مدى ثلاث سنوات. ولنفتصر أن الشركة تتوقع حدوث ارتفاع ملحوظ في أسعار الأسهم في السوق بعد سنتين من توقيع العقد. ما سيشكل حافزاً للمدير العام للذهاب إلى شركة تمنح له اجراً أكبر. ولذلك هلن الشركة ترجع في تطبيق خطة تقدم للمدير حافزاً الحقوى لكي يبقى في الشركة. ربما نرى الشركة أنها عندما تقدم للمدير حيارات تقليدية ترتفع قيمتها بدمو أسعار الاسهم في السوق. فلدها تقدم له الحافز الكلفة البقاء في الشركة لكن مع بداية العام الثالث. حيث سيكون السوق قد شهد دمواً ملحوظاً. وحيث من التوقع أن يترك المدير بالذهاب إلى شركة أخرى. يكون هذا المدير قد ضمن حقه بثلثي الحيارات المقدمة له. وببما تكون قيمة الحيارات المسعفة حينئذ قد تمت على نحو ملحوظ وبما يتفق مع نمو السوق. هلن هذا النمو لن يكون له أي تأثير على قرار المدير بالبقاء في الشركة أم بتركها

إن ارتفاع قيمة الحيارات التي لم تستحق بعد في نهاية السنة الثانية قد يشكل حافزاً للمدير لكي يبقى سنة أخرى على أبعد تقدير. حتى تستحق تلك الحيارات أيضاً. لكن من المثير للانتباه أن سي افوارد في وشارلر هادلوك قد وجد أنه في ظل ممارسات التمويصات الراهنة ليس هناك من علاقة تربط بين حجم ما قد يخسره المدير بذهابه إلى شركة أخرى واحتمال دهايه فملاً إلى تلك الشركة²⁷. أما سبب ذلك فهو جزأينهما إلى أن صاحب العمل الجديد عادة ما يبدي رعيته في تمويص أي حسارة تنزع عن ترك المدير لكل عمل عمله السابق. وإضافة إلى ذلك فقد وجد في و هادلوك أن رغبة صاحب العمل الجديد في توقيع العقد مع المدير الجديد لا ترتبط بحجم التمويص الذي يجب عليه دفعه له بمقابل تركه

مكان عمله القديم. إذا فحنت الخيارات غير المستحقة التي يمتلكها المديرون لا تحصرهم في الغالب على البقاء في أماكن عملهم.

وإذا ما افترضنا أنه من الجيد أن تكون هناك آلية داخلية من ضمن خطة الترميمات تضمن ارتفاع أرباح المديرين في أوقات النمو السريع للسوق فإن اعتماد الخيارات متقوسة مسار المصادفة لتلك النهاية من شأنه أن يقدم حوافز أقوى مما تقدمه الخيارات التقليدية صحيح أن الخيارات التقليدية تضمن للمديرين ترميمات أكبر في أوقات النمو السريع للسوق من تلك التي تضمنها خيارات الأسهم متقوسة مسار المصادفة. إلا أن ذلك المازق في حجم الترميمات يأتي في مجمله على شكل قيمة مضمونة تماماً من الأداء. إذا فالخيارات التقليدية لا تقدم شيئاً من شأنه أن يقوّي حوافز المديرين لإنتاج المزيد من القيمة، بل إن تقديم حزمة من الخيارات متقوسة مسار المصادفة على دفعات متتالية تعطي كامل مدة عقد المدير من شأنه أن يشكل آلية داخلية أكثر فاعلية لتقديم الحوافز للمدير كي يبقى في منصبه ومع نمو السوق يحصل المدير على المزيد من الخيارات متقوسة مسار المصادفة التي لن تستحق إلا بعد مدة من الزمن، الأمر الذي سيدعو المدير للبقاء في مكان عمله إذا ما أراد الاستفادة من خياراته التي يمتلكها.

تعتمد الطريقة السادسة على فكرة خفض تكاليف نفوق حسائر المديرين. يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن الخيارات التي تخضع للمهرسة النظامية العادية (أي الخيارات التي يتم تصحيح سعر استخدامها قياساً إلى مؤشر أسعار الأسهم في القطاع أو السوق) من شأنها أن تمثل مجازفة اصطناعية كبيرة بالنسبة للمديرين الذين يهايون المجازفة. إذا إن احتمال ألا يستفيدوا منها كبير جداً. لقد خلص كيش مورج في تقرير له إلى أن احتمال أن يعود أي سهم على صاحبه بربح فائض يزيد عن ربح مؤشر السوق لا يتجاوز 50 بالمئة. في حين إن هناك احتمالاً يتعدى 80 بالمئة أن يتجاوز سعر السهم الواحد في السوق. في نهاية مدة صلاحية خيارات الأسهم التقليدية الصالحة لمدة عشر سنوات، سعر استخدام تلك الخيارات. ما يعني أن احتمال ربح خيارات الأسهم التقليدية أكبر بوضوح من احتمال ربح الخيارات المهرسة²⁸ لذلك ودائماً وفق هذه الطريقة فإن المديرين الذين يهايون المجازفة سيظلون بقيمة متوقعة أعلى للخيارات المهرسة نظامياً والمروضة عليهم من

الفهم التي يمكن أن ينفذوا بها من الخيارات التقليدية البديلة وما يصح بالنسبة للخيارات الماهرة نظامياً يصح أيضاً بالنسبة للخيارات المشروطة بتحقيق أهداف محددة.

غير أن تدني احتمال الربح لا يشكل نتيجة حتمية لاعتماد خيارات الأسهم منقوصة شمار المصادقة. فصحيح أن مهرة الخيارات بناء على مؤشر السوق أو القطاع الاقتصادي من شأنه أن يقلل من احتمالات ربحها، لكن مهرة الخيارات نظامياً - كما سبق أن ذكرنا - ليست الإمكانية الوحيدة للمهرة. فبوسع المرء أن يختار شكلاً متدلاً من أشكال المهرة يضمن للمدير الربح في خياراته حتى لو لم يكس أداء شركته أفضل من متوسط أداء نظرائها وفي الواقع بوسع المرء أن يصمم خطة خيارات مهرة تضمن احتمال الربح ذاته الذي تضمه الخيارات التقليدية.

لنفترض على سبيل المثال أن احتمال ربح الخيارات التقليدية التي مدتها عشر سنوات يبلغ 80 بالمئة وأن المطلوب تصميم خيارات مهرة لمدير عام شركة (أ) بناء على مؤشر القطاع الاقتصادي. مدتها عشر سنوات واحتمال ربحها يبلغ 80 بالمئة أيضاً وعلى فرض أن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه شركة (أ) يتألف من عشر شركات أخرى فإنه من الممكن الآن ربط استخدام الخيارات الممنوحة لمدير عام شركة (أ) بتحقيق نتائج أفضل من نتائج ثاني أسوأ شركة في القطاع. عندئذ ستكون خيارات مدير عام شركة (أ) مربحة في حال كانت شركته من بين أفضل ثمانية شركات في قطاعها الاقتصادي الذي يضم عشر شركات. (وبالطبع سيكون ربح الخيارات أكبر كلما تحسن ترتيب الشركة (أ) ضمن القطاع) لهذا النوع من أنواع الخيارات الماهرة احتمال الربح ذاته الذي تتمتع به الخيارات التقليدية لكنه يقدم حوافز أقوى من الحوافز التي تقدمها الخيارات التقليدية. وذلك أثناء تمرير ربط التمييزات المقدمة لمدير عام الشركة بالفهم التي يضيفها إلى قيمتها الأصلية التي تأتي نتيجة لجهودها الخاصة.

أما في ذلك، حتى لو اقتصرت الخيارات الماهرة نظامياً الشكل الوحيد المتاح بين أشكال الخيارات منقوصة شمار المصادقة، فإن مهابة المجازفة لدى المديرين بمبررها لا يمكن أن تقسر العياب شبه الناقم لتلك الخيارات من خطط التمويلات التي تعتمد على الشركات العامة. بالطبع قد يطلب المدير العام، إذا ما عرضت عليه خيارات مهرة

عوضاً عن الخيارات التقليدية، زيادة في القيمة المتوقعة لتلك الخيارات من أجل تمويل خطط الحسارة في تلك الخيارات. وليس من المستبعد أن يرفض المسهون بشوية كهد في بعض الشركات على الأقل. لكن من المستبعد جداً أن يكون المديرون الامامون في جميع الشركات العامة تقريباً يهابون المجازفة إلى ذلك الحد الذي يطالبون منه بشوية عائلة جداً من التمويزات تتجاوز أرباح حملة الأسهم الناتجة من اعتماد خطط الخيارات المهرسة. إذاً المديرية خصص تكاليف تمويل حسانر ادميرين الناتجة عن الخيارات المهرسة لا يمكنها على الإطلاق تقديم تفسير منطقي لهذه المدة في اعتماد تلك الخيارات في خطط تمويزات المديرين.

مركز المديرية السابقة على أن للمديرين مصلحة بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الاسهم المتنوعة في السوق. من المعروف أن الخيارات التقليدية تكافئ المديرين على أي ارتفاع في سعر سهم شركتهم. كان ذلك لأسباب تتعلق بالشركة معها أم لأسباب تتعلق بالقطاع أو السوق بأكمله. ولقد كانت المشكلة التي ذكرها عليها نقاشاً فيما تقدم أن تمويزات المديرين المرتبطة بأداء القطاع أو السوق ليس لها أي علاقة بأدائهم الفعلي. ومما حير خبراء الاقتصاد أيضاً في مسألة الاعتماد الواسع للخيارات التقليدية في خطط تمويزات المديرين أن ربط تمويزات المديرين بأداء القطاع أو السوق من شأنه أن يحرصهم لمخاطر السوق وإذا ما انطلقت من أن المديرين يهابون المجازفة ومن أنهم لهذا السبب يقومون بالتمويزات المحموة بالمخاطر بأقل مما يقومون سواها من التمويزات، فإنه من الاوفر على الشركات على الأقل في عالم حال من الصرائب أن تمنح مديريها خيارات مهرة ومبالغ نقدية تساوي قيمة خياراتهم التقليدية في السوق عوضاً عن منحهم تلك الخيارات.

غير أن بعض خبراء الاقتصاد يرى أن المديرين قد يربحون في الواقع بالاستثمار في سلة واسعة الطيف من الأسهم المتنوعة في السوق. وأنهم إذا ما منحوا مبالغ نقدية ضئيلة نسبياً في سلة كهد²⁹ من هذا المنظار فإن منح المديرين خيارات تقليدية لا يدعو إلى الحيرة أكثر من منحهم خيارات مهرة بالإضافة إلى مبالغ نقدية كبيرة. وبالفعل عندما ننطلق من أن المديرين في الغالب سيستثمرون أموالهم في سلة واسعة الطيف من الاسهم المتنوعة في السوق بدو من الاسهل منحهم التمويزات على نحو خيارات تقليدية مرتبط بطبيعتها بتقلبات السوق ككل.

ليس لديها مشكلة مع هذا التحليل. فتمنع الحيازات التقليدية لا بشكل مالنسية اليها لمرأ أكبر مما يشكله منعهم حرمة من الخيارات المفهومة وميلها مقدماً كبيراً جداً غير أن النمو الكبير في تمويزات المديرين على مدى العقد المنصرم قد جرى تسويجه في كثير من الاحيان على اساس انه ضروري من أجل تقديم الحوافز للمديرين لكي يحسنوا اداءهم. وقد نجح هذا التسويج في جعل المستثمرين يتقبلون بهذا النمو الكبير في حجم تمويزات المديرين وما كانوا سيتقبلون به لو كان على شكل مبالغ نقدية. إن ما مرشد ان يؤكد عليه هنا هو ببساطة أن الجزء الأكبر من قيمة الحيازات التقليدية المقدمة للمديرين - التي كان ينظر اليها على نطاق واسع بوصفها أجراً مرتبطاً بالاداء - هو في الواقع أجر منفصل تماماً عن الاداء.

أما الدريمة الثامنة فتقوم على فرضية توفير الصرائف. يرى ديفيد شاپرر ان الحيازات التقليدية تمنح في بعض الحالات بأفضلية سريرية على الخيارات المفهومة³⁰ يذكرنا شاپرر بأن الشركات منذ 1994، لم يمد بإمكانها الاستفادة من الحصص الضريبية على تمويزات المديرين التي تتجاوز في قيمتها عتبة المليون 5 ما لم تكن مرتبطة بالاداء³¹ وعلى العموم ينظر إلى حيازات الأسهم سواء أكانت تقليدية أم مفهومة. باعتبارها تمويزات مرتبطة بالاداء³² لكن الحيازات التقليدية لا تفتقر تأثير تقلبات أسعار الأسهم. لا في الحقل الذي نعمل فيه الشركة ولا في السوق عامة. على حجم تمويزات المديرين. لذلك فهي تمنح المديرين قيمة مضافة كبيرة لا علاقة لها بأدائهم الفعلي. اذاً وبسبب نظرية شاپرر فإن الحيازات التقليدية قد تكون مفيدة بالنسبة للشركات التي تريد تحقيق هدفين التميز في الوقت نفسه (1) منح المديرين أجراً يخصص للخصم الضريبي مع أنه غير مرتبط بأدائهم الفعلي. و(2) منح ذلك الاجر على شكل حقوق لشراء الأسهم في السوق.

إن الطرح الذي يقدمه شاپرر يفر بأن جزءاً أساسياً من التمويزات المصنوعة على شكل حيازات تقليدية لا يرتبط بأداء المديرين وما يود التركيز عليه يتمثل ببساطة في أنه إذا كان المطلوب تقديم أجر للمديرين غير مرتبط بأدائهم فإن اعتماد الحيازات التقليدية يضمن للشركات على الأقل أن تستفيد من فرصة تطبيق الحصص الضريبية على تلك الحيازات

لكنه لا يقدم أي سبب مقنع يسوغ مسح المديرين تلك المبالغ طائلة من التعميمات التي لا تقدم لهم أي حوافز لتحسين أدائهم.

فضلاً عن ذلك وكما لاحظنا سابقاً فإن الشركات قد تعادت إلى حد بعيد اعتماد الخيارات الممهرسة حتى قبل أن تقدو الخيارات التقليدية وسيلة لدفع التعميمات المعماة من الضرائب للمديرين دون ربطها بأدائهم المعني. أي قبل عام 1994 حين لم يكن هناك أي سقف لتعميمات التي يمكن إدراجها ضمن نطاق الحصص الضريبي. ومن ناحية أخرى فإن هناك عدداً كبيراً من الشركات التي لا تدفع صريضة على دخلها ومن البديهي ألا تسميها فرصة الحصص الضريبي على تعميمات مديريها من هنا يمكننا القول إن دريعة شايبر القائمة على نظرية الحصص الضريبي لا يعكسها أن تقسم الاعتماد المصري لجميع الشركات تقريباً على الخيارات التقليدية بعد العام 1994

إنه لأمر مدهش فعلاً أن نرى هذا القدر الكبير من الطاقة المكرية يهدر من أجل اختراع الدراخ والمسووعات للقول إن غياب خيارات الاسهم ممنوعة تعار المصادفة إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم. وأنه لذلك يتفق مع مبدأ التفاوض على نطاق الدراخ بين المديرين ومجلس الإدارة. أما خبراء الاقتصاد المالي الذين لم تقمهم تلك الدراخ والمسووعات فقد عدوا ببساطة أن هذا الانتشار الواسع للخيارات التقليدية يستحق المرد من البحث. إن الاعتقاد بأن المرد من البحث سيوصلنا إلى تفسير مقنع يظهر فاعلية وكفاءة الخيارات التقليدية، إنما يعكس مدى التأثير الهائل الذي ما فتئ نموذج المساومة على نطاق الدراخ يمتلكه في علم الاقتصاد المالي. فبالنسبة للكثيرين ممن ارتنوا من أسس ومبادئ هذا العلم من الصعب القول باحتمال كون ترهيبات التعميمات المعمول بها ليست بالضرورة نتيجة للمساومة على نطاق الدراخ وبإلى تلك الترهيبات قد لا نصب فعلاً في صالح حملة الاسهم.

المزيد عن ثمار المصادفة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

13

ان غطط (الخيارات العالمية) تمثل اجراً يدفع مالكيها لقاء مجرد القضاء الرسمى

وان بوليت 1998

تابع في هذا الفصل مناقشنا لتلك السمة المثيرة للعجب التي تتمتع بها الخيارات التقليدية القائمة على حقوق الملكية الا وهي استقلالها التام عن الاداء. سنتناول نقاشاً يسرد ثلاث ممارسات ذات صلة بالتعويضات القائمة على خيارات الأسهم وتسمي جميعها بأنها غير مرتبطة بإدارة المديرين المستثمرين منها (1) استعمال ما يسمى «الخيارات القائمة» بطريقة شبه موحدة (2) إعادة تسفير الخيارات وما يسمى «إعادة تسفير الخيارات من الباب الخلفي» عندما يخفض سعر سهم الشركة (3) تقديم ميزة «إعادة الشحن» التي تمكن المديرين من احتياك فرص الاهتزازات السريعة والشديدة في أسعار أسهم خياراتهم. ستهي هذا الفصل بمناقشة ما يسمى «ملكية الأسهم المقيدة» وبتقديم تفسير حقيقة ان الاعتماد المتزايد على ذلك النوع من التعويضات بديلاً عن التعويضات القائمة على خيارات الأسهم سيؤدي في المحصلة الى زيادة ثمار المصادفة التي يجنيها مديرون لا الى انقاصها

الخيارات العالمية

لغرض تشكيل الموحّد للخيارات المعتمد في جميع الشركات تقريباً

من المختصر ان تقدم الخيارات للمديرين حوافز مالية بحيثهم ليس فقط على بدل الجهد ولكن أيضاً على اتخاذ القرارات المناسبة لصالح الشركة¹ فالمديرون على العموم أشخاص يهابون المخاطرة والتغيير لذلك فإنهم قد يترددون في اتخاذ القرارات التي نصب

في مصلحة حملة الأسهم ولكنها محمومة بقدر من المجازفة يتخطى القدر الذي يرتاحون له. وهما يأتي دور الخيارات: إذ يُعتقد أنها تعمل في الاتجاه المعاكس لهذا الميل السائد لدى المديرين أثناء تقديم الحوافز المالية لهم لتحثهم على التردد من الجرات والمجازفة في اتخاذ القرارات الحاسمة. أما مدى تحفيز الخيارات للمديرين ودهشهم باتخاذ اتخاذ القرارات الحريية فيصعد جريئاً على سعر استخدام الخيارات. وهكذا فإن أسعار استخدام الخيارات المبالغ في ارتفاعها أو انخفاصها تدفع المديرين إلى المبالغة في المجازفة أو المبالغة في التخطئ. من هنا تتعدد كفاءة كلفة الخيارات على حملة الأسهم ومدى فاعليتها لتعقب مصالحهم بسعر الاستخدام المعد لتلك الخيارات

من غير المستغرب أن يكون سعر الاستخدام الأمثل للخيارات في حالة معينة مرتبطاً بعدد كبير من العوامل². وقد أظهرت دراسات عدة منشورة في أدبيات علم الاقتصاد المالي أنه من المستبعد جداً أن تثبت حملة خيارات واحدة كفاءتها في جميع الحالات. تعتمد الحوافز التي نطقتها حملة خيارات معينة على عوامل متنوعة خاصة بصاحب الخيارات، مثل طبيعة صلة الأسهم التي يوصلها وطبيعة المجازفات التي يعمل إليها³. في الوقت ذاته هناك عوامل أخرى مرتبطة بالشركة مثل قدر من النمو وابعاء الديون على سبيل المثال، تلعب أيضاً دورها في تحديد الحوافز المطلوب حلها من طريق الخيارات الممنوحة⁴ إلى جانب اختلاف هذه العوامل من شركة لأخرى فإنها قد تختلف أيضاً بالنسبة لشركة واحدة من وقت لآخر. لذلك ما من سبب بطلني بعمقنا نتوقع أن سعر الاستخدام الأمثل والأكثر كفاءة لاستخدام الخيارات هو ذاته بالنسبة لجميع المديرين تقريباً وفي كل الشركات وفي كل الأوقات.

ويعر عم ذلك فقد أظهرت دراسة تحليلية لخيارات الأسهم الممنوحة للمديرين العاملين في ألبع شركة أمريكية كبرى عام 1992 أن أكثر من 95 بالمئة من تلك الخيارات هي من نوع الخيارات العائمة (أي بسعر استخدام يساوي سعر السهم في السوق بتاريخ منح تلك الخيارات)⁵. لقد عبر براين هول وكيلس مورج عن استعراضيها الشديد لاعتقاد هذا الشكل شبه الموحد من خيارات الأسهم والذي بقي سائداً حتى الآن. واصفين ذلك بأنه أمر دمهله⁶. ومع ظهور بعض الحركات في السنوات القليلة الماضية باتجاه نوع آخر من خيارات الأسهم يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها (خيارات السعر المرتفع) فإنه

يقتس حراً كما بطلتها ودون مستوى التوقعات في أوائل العام 2004 أثارت شركة اي بي ام على سبيل المثال الكثير من الانتباه بإعلامها أنها ستبشر منح كبار مديريها خيارات يتجاوز سعر استخدامها سعر السهم في السوق بتاريخ منحها بمقدار 10 بالمئة⁷ لكن الشركات التي تصمد هذا النوع من خيارات السهم المرتفع لا يتجاوز عددها عدد أصابع اليد الواحدة⁸

من الممكن إرجاع الثياب شبه التام لخيارات السعر المنخفض (أي بسعر استخدام أقل من سعر السهم في السوق بتاريخ منحها) إلى القوانين الصربية والمغربية. المادة 162(m) من قانون الإيرادات الصربية اندخلت لا تنظر إلى هذا النوع من الخيارات بصمته نوعاً من التمويش المرتبط بالأداء. ولذلك فهي لا تدخل ضمن حيز الخصم الصربي في حال تعلو مجموع التوقعات غير المرتبطة بالأداء التي يتقاضاها المدير متبنة المليون \$ سوية بالإضافة إلى ذلك فإن خيارات السعر المنخفض تدخل في حسابات الشركات في مقابل الإيرادات على عكس الخيارات القائمة وخيارات السعر المرتفع

لكن، لا القوانين الصربية ولا القوانين المغربية يمكنها أن تقصر إذاً 5 بالمئة فقط من الشركات تعتمد نوع خيارات السعر المرتفع⁹ وليس هناك من سبب مقنع يجعلنا ننظر إلى هذا النوع من الخيارات على أنه غير فاعل في جميع الحالات تقريباً. إذ إن هناك حتماً واقعاً في أن تتحول خيارات السعر المرتفع (الخاصة) إلى خيارات بسعر منخفض (ربعة) إذا ما كان أداء الشركة جيداً بالمقارنة مع نظيراتها أما الخيارات القائمة فمن المرجح أن تتحول مع مرور الوقت وفي ظروف النمو المطرد لأسعار السوق إلى نوع خيارات السعر المنخفض.

وكما لاحظ برابن هول وآخرون فإن خيارات السعر المرتفع عادة ما تؤدي إلى ارتباط أقوى بين الأجر والأداء من الارتباط الذي ينتج عن الخيارات التقليدية¹⁰. وهما ذلك مؤشرات واقعية تسمح بالاعتقاد بأن منح المديرين خيارات بسعر مرتفع عوضاً عن الخيارات القائمة سيؤدي عموماً إلى زيادة قيمة الشركة¹¹ إذاً من المستبعد جداً أن تكون خيارات السعر المرتفع غير فاعلة في جميع الحالات تقريباً وبحسب هول فإن الثياب شبه التام لخيارات السعر المرتفع يبدو محيراً جداً إذا ما أخذنا بعين الاعتبار ميراثها الواضحة فيما يتعلق بربط الأجر بالأداء¹²

إن سعر الاستخدام المعتمد من قبل جميع الشركات عموماً يبدى في الواقع تحائلاً غربياً وعلى محورين اثنين. (1) فكل شركة تعتمد سعر الاستخدام ذاته لجميع خيارات الأسهم المقدمة للمدراء فيها، بعض النظر عن موعد استحقاقها ومدة صلاحيتها. (2) جميع الشركات تقريباً تعتمد الطريقة ذاتها في تحديد سعر استخدام خياراتها. وذلك بحسب مساوياً لسعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات. وبما حين دار نقاش واسع حول تجانس سعر الاستخدام على المحور الثاني لم يتطرق أحد إلى ذلك التجانس العربي على المحور الأول في سعر استخدام الخيارات ضمن الشركة الواحدة ببعض المنظر من موعد استحقاقها باستثناء عدد قليل جداً من الملاحظين.

لما كان متوسط أسعار الأسهم في السوق يرتفع مع مرور الزمن فإن الخيارات الممنوحة بالسعر الراهن من المتوقع أن تتحول في وقت لاحق إلى خيارات بسعر منخفض عملياً وأن تخلق حوافز مشابهة لتلك التي تخلقها الخيارات التي منحت بسعر منخفض أصلاً. إضافة إلى ذلك فإن حقيقة تقوُّق سعر السهم في السوق على سعر استخدام الخيارات ستدعو مع مرور الزمن أقل دلالة على مدى كفاءة المديرين في تحقيق زيادة فعلية في رأسمال حملة الأسهم منذ أن منحوا تلك الخيارات. فالمديرين الذين يحصلون على خيارات بمعاملة بأجل ينتهي بعد عشر سنوات سيحققون أرباحاً صافية ما دامت أسعار الأسهم سترتفع اسمياً على مدى عشر السنوات. وكنتيجة لذلك يوسع المديرين أن يخصصوا ربحاً معقلاً حتى لو كانت الأرباح الحقيقية للمساهمين صاعدة جداً وحتى لو انقلبت تلك الأرباح فعلياً إلى خسائر

لقد أعلنت شركة أبل على سبيل المثال في تقرير قدمته في آذار / مارس من العام 2001، إلى هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية أنها منعت مديريها العام سنهض حويز في السنة المنصرمة خيارات لشراء أسهمها بقيمة 20 مليون \$، ووفق تقديرات الشركة، فإن قيمة خيارات السيد حويز سيبلغ في نهاية أجلها 3548.317.503 إذا ما ارتفع سعر سهم الشركة في السوق بمعدل 5 بالمئة سنوياً (وهو معدل أقل من المعدل الوسطي لارتفاع أسعار سهم البورصة فيما مضى وأقل من نسبة العوائد المعموحة على سندات الشركة طويلة الأمد في ذلك الوقت)¹³

تتمثل إحدى الطرائق الكثيرة المبكّنة لخفض هذه الأرباح السهلة والصغيرة في تحديد سعر استخدام الخيارات يرتفع مع مرور الزمن بنسبة محددة ومتفق عليها سلفاً. فالخيارات المصنوعة بسعر استخدام يساوي السعر الراهن تلتاذهب في السوق التي تمتدح بعد مضي خمس سنوات. سيكون سعر استخدامها الحقيقي حين استحقاقها أقل جداً من سعر سهم الشركة حينئذٍ لصادي مثل هذا «تناكُل» يمكن تصحيح سعر استخدام الخيارات بها يتناسب مع التصخم الحاصل بمرور الزمن. هناك طيف واسع من اساليب تصحيح سعر استخدام الخيارات مع مرور الزمن. منها على سبيل المثال، أن يرتفع سعر الاستخدام سميماً بنسبة معدل العائدة على سندات الحرة. وبالمعل فقد بدأت شركات عدة في استراليا ونيوزيلندا باعتماد خيارات يرتفع سعر استخدامها مع تقدم الزمن¹⁴ أما في الولايات المتحدة فلم تجد مجالس الإدارة اهتماماً يذكر بهجمل أسعار استخدام الخيارات تايماً للزمن الذي يفصل بين تاريخ منح الخيارات وتاريخ استخدامها.

لما الآن في عدد نحدد الأسلوب الأمثل لتحديد سعر استخدام الخيارات وتصحيحه. إن اقتصر الأمر أثناء عدة صلاحية تلك الخيارات. فالسعر الأمثل لاستخدام الخيارات قد يتغير من حالة لأخرى ومن وقت لأخر. وذلك تبعاً لمواعيل عدة منها المكافئ الزمني للمال ونسبة التصخم على سبيل المثال. إن الأمر الذي يهدف إلى التأكد عليه هنا هو أنه ما من سبب منطقي مقنع يجعلنا نتوقع أن القيمة الخلق لسعر استخدام الخيارات هي ذاتها بالنسبة لجميع الشركات وجميع المديرين وفي كل الأرحل وجميع تواريخ الاستخدام.

التفسير المرتكز إلى نموذج سلطة المديرين

لما كان من المنطقي الاعتقاد بأن سعر الاستخدام الأمثل الذي يعظم القيمة يختلف باحسلاف مدة الاستحقاق ويتغير من شركة لأخرى، فإن التجانس الحالي السائد لسعر الاستخدام على هذين المحورين (محور مدة الاستحقاق ومحور الشركات) يشكل لمرأ كبيراً بالنسبة لأولئك المقتنعين بمبدأ المساومة على حطال الدراع بين المديرين ومجالس الإدارة عبر أن هذا التجانس لا يشكل لمرأ على الإطلاق عندما نأخذ سلطة وموضع المديرين بعض الأعباء. فحينئذٍ يمكننا القول إن مجالس الإدارة لم تكن تبحث عن سعر الاستخدام

الأمثل لمتكامل قيمة راسمال حملة الأسهم، بل إنها كانت تبعث، على العكس من ذلك عن سعر استخدام قيمتهم ربح المديرين، أي عن انخفاض سعر استخدام ممكن في كل حالة من الحالات وبما يتفق مع الصواب، الأخرى التي تتحكم في عملية تحديد ذلك السعر

تقدم خيارات الأسهم العائنة الحل الأمثل الذي يدر على المديرين أكبر قدر من الأرباح بأقل قدر من الضغط من جانب حملة الأسهم. إذا أطلقنا من عدد محدود من خيارات الأسهم، فإن مصلحة المديرين تقتضي تحديد سعر الاستخدام أدنى ما يمكن، أي خفض في سعر استخدام الخيارات يعني ربحاً بالمقدار ذاته في الوقت الذي تحول فيه تلك الخيارات إلى نوع خيارات السعر المنخفض أي عندما تصبح خيارات رابحة من هنا فإن المديرين يحصلون ذلك النوع من الخيارات التي يتحدد سعر استخدامها بمحض قدر المستطاع لكن دون أن يسبب ذلك ضغطاً لدى حملة الأسهم.

إن منح المديرين خيارات بسعر منخفض (أي بسعر استخدام أدنى من سعر السهم في السوق بتاريخ منح الخيارات) قد يستدعي خطأ واستكثاراً لأسباب عدة غير الرعم من أن الخيارات العائنة أيضاً ربما تكافئ المديرين على سوء أدائهم. فإن هذا التناقض سيبرز أكثر في حال اعتماد خيارات السعر المنخفض. وعلاوة على ذلك فإن خيارات السعر المنخفض لا تعد من «المؤشرات الرابطة بالأداء». ولا تدخل تلقياً ضمن حيز الحزم الضريبي المنصوص عليه في المادة 162 (m) من قانون الإيرادات الضريبية الداخلية¹⁵ ومن هنا قد يهم اعتمادها على أنه موجه ضد مصلحة حملة الأسهم بصورة فاصحة وأخيراً فإن خيارات السعر المنخفض يجب ادخالها في حسابات الشركات وإذا ما اعتمدت شركة ما هذا النوع من الخيارات لا يبقى بمقدورها التدرج بحجة الاعجازات المحاسبية من أجل دفع اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادقة. إذاً فاعتماد خيارات السعر المنخفض من شأنه أن يقوض أحد أهم السموات التي تشوقها الشركات من أجل دفع اعتماد الخيارات منقوصة ثمار المصادقة

يهم أدلة من النقاش السابق كما لا يلجأ مصممو خطط الخيارات إلى اعتماد نوع خيارات السعر المنخفض في خططهم. غير أن شطب هذا النوع من أنواع الخيارات يترك

تسام المصممين امكانيات اخرى عديدة لمحدد سعر استخدام خيارات الاسهم، بما يما يساوي سعر السهم بتاريخ منح الخيارات، وبما بأعلى منه بمقادير مختلفة. من بين تلك الإمكانيات يبقى سعر الاستخدام المتساوي لسعر السهم بتاريخ منح الخيارات أدنى أسعار الاستخدام المتاحة. ومن جهة أخرى ربما يجد اختيار هذا النوع من اسواع الخيارات (العائمة) مسوغه المقبول ظاهرياً؛ فالندبر بهذه الطريقة لا يجسي الأرباح الا اذا حقق سعر السهم في السوق ارتفاعاً مافياً قياساً الى سعره بتاريخ المنح. وإضافة إلى ذلك فإن هذا النوع من الخيارات قد يكون فاعلاً في بعض الحالات وبضمن شروط محددة، إن تقاطع رغبة المندبرين المؤكدة في الحصول على ادنى سعر استخدام ممكن لخياراتهم مع شرط ألا يكون سعر الاستخدام أدنى من سعر سهم الشركة بتاريخ المنح يقدم تفسيراً مباشراً بحقيقة اعتماد نوع الخيارات العائمة في جميع الحالات تقريباً. وذلك بعض النظر عن موعد استحقاق الخيارات وأجالاتها والظروف الاقتصادية السائدة في السوق وخصوصية الشركة. لمانعة للخيارات والسماوات الشخصية الخاصة للمدبر المعين.

تقدم الخيارات العائمة للمدبرين هدراً كبيراً جداً من ثمار المصادفة، حتى لو كان سعر السهم بتاريخ المنح يعبر فضلاً عن قيمته الحقيقية في ذلك الوقت، عبر أن المجال متاح أمامهم لزيادة حجم ثمار المصادفة أثناء امتضاء التوقيت الاستراتيجي المناسب لمنح الخيارات أو لعشر المعلومات حول الاداء الاقتصادي للشركة. فالمدبرون يتمتعون بسلطة ومفود بهولانهم لتحديد زمن نشر بيانات الشركة المالية وكذلك تحديد زمن منح الخيارات ويوسمهم أن يوظفوا لعبة التوقيت هذه بما يرفع احتمال أن يكون سعر السهم في تاريخ منح الخيارات أدنى من سعره الحقيقي. وبالطبع فإن خفض سعر السهم بتاريخ منح الخيارات يعني انخفاض سعر الاستخدام الأمر الذي يعني زيادة أرباح مالك الخيارات عندما يستخدم خياراته في وقت لاحق. اذاً يمكن القول أن المدبرين عموماً يحصلون على خياراتهم بسعر استخدام أدنى وسطيّاً من السعر الحقيقي لاسهم الشركة في تاريخ منح الامر الذي يؤمن لهم ربحاً أعلى.

منحت شركة سبيل سيمس على سبيل المثال في 17 نيسان/ أبريل عام 2001 اثنين من كبار مدبريها 600,000 خيار لشراء أسهمها وقد حددت سعر استخدام تلك الخيارات

مسارياً لسعر سهم الشركة عند انتهاء التداول في السوق في ذلك اليوم والذي بلغ 533¹⁶ بعد إغلاق السوق يوم 18 نيسان/أبريل كشفت الشركة عن ارتفاع كبير في قيم أرباحها ومبيعاتها في الربع الأول من العام. بالطبع أدت تلك المعلومات إلى قفزة كبيرة في سعر سهم الشركة حيث بلغ سعر السهم في اليوم التالي لإعلان المعلومات أي يوم 19 نيسان/أبريل 546. لو أن تلك المعلومات كانت قد أعلنت قبل انتهاء التداول يوم 17 نيسان/أبريل - أو لو تم تأجيل مسح الحيازات إلى يوم 19 نيسان/أبريل - لكان المديران حصلوا على حيازتهما بسعر استخدام أعلى من السعر الذي حصلوا عليه بقيمة 513. إن شركة سبيل ستتم عبر منحها مديريها تلك الحيازات قبل الكشف عن تلك المعلومات المهمة مباشرة، قد منحتهم خمضاً في سعر استخدام كل حياز من الحيازات الـ 600.000 بمقدار 513 - ما شكل ربحاً محققاً قارب الثمانية ملايين \$.

بالطبع لا يمكن اعتبار نتائج تلك الأحداث إثباتاً قانونياً على ارتكاب مديري شركة سبيل أي جرم في حق حملة أسهم الشركة فقد يكون تاريخ مسح الحيازات وتاريخ كشف المعلومات قد جرى تحديدهما سلفاً منذ زمن بعيد وقبل أن يستطلع أحد التكهين بأن هذا التوقيت سيحدث على مديري شركة سبيل هذا الحجم الكبير من ثمار المصافاة بملايين الدولارات. فمن الواجبة النظرية من الممكن أن تكون تلك الثمار قد سقطت ببعض المصافاة عبر أن دراسات عدة قد وجدت ارتباطاً منهجياً بين تواريخ مسح الحيازات وتواريخ كشف البيانات المالية لكثير من الشركات¹⁷ وقد خلصت تلك الدراسات إلى النتيجة التالية: إن الشركات عموماً تميل إلى الإعلان عن الأخبار السيئة قبل مسح حيازات الأسهم لمديريها وتؤجل الإعلان عن الأخبار الجيدة إلى ما بعد تاريخ المنح.

تركز الدراسة التي قام بها ديفيد برماك على تصاريح الإفادات التي عادة ما تملأ في أوقات محددة وموعدة على مدار العام. لقد وجد برماك أن احتمال مسح المديرين حيازات الأسهم قبل الإعلان عن أرقام الإفادات المشجعة أكبر من احتمال مسح الحيازات قبل الإعلان عن التصاريح غير المشجعة. واستنتج أن للمديرين تأثيراً واضحاً على لجنة مسح التوقيعات يجعلها تمنحهم الحيازات في الوقت المناسب. أي عندما يمرضون سلفاً أن

قيم الأيرادات التي ستملأ بعد وقت قصير ستكون إيجابية ومشجعة ومن المرجح أن تدفع سعر السهم إلى الارتفاع بهذا يكون المديرون قد حصلوا على نوع خيارات السعر منخفضه بهيئة الخيارات العائمة. إضافة إلى ذلك خلصت دراسة يرومات أيضاً وبما يتفق مع الرؤية المستندة إلى تصور المديرين وسلطتهم إلى أنه كلما زادت سلطة المديرين العاملين داخل مجالس الإدارة زادت معها قدرتهم على استئصال تخفيضات أكبر على أسعار استخدام خياراتهم

القى ديفيد أبودي و روم كاشيريك نظرة فاحصة على تلك الشركات التي تحدد سلفاً تواريخ منح خياراتها - أي تلك الشركات التي لا يعمد للمديرين فيها أي سلطة على تحديد موعد حصولهم على خياراتهم. وجد الباحثان أن المديرين كانوا يتحكمون بمواعيد نشر المعلومات الاقتصادية حول أداء شركاتهم على نحو ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم قبل تاريخ حصولهم على خياراتهم العائمة¹⁸ فهي سبيل المثال. كان المديرين يهضمون بتأخير الإعلان عن الاختيار الجديدة إلى ما بعد حصولهم على خياراتهم. وبحسب دراسة أخرى قدم بها ستيفن بلسم و هوادجيه تشس و سريهاسان سانكارا غوروسوامي. فإن بعض المديرين كانوا يتلاعبون بأرقام إيرادات الشركة لكي ينتج عن ذلك انخفاض في سعر سهم الشركة في الوقت المناسب قبل حصولهم على خياراتهم¹⁹ إضافة إلى ذلك كان بعض مديريين يضحضون الاستحقاقات المترتبة التي من شأنها خفض أرباح الشركة المترتبة قبل حلول مواعيد منح الخيارات.

وكما هي الحال بالنسبة للمديرين الذين يمتلكون سلطة تحديد وقت حصولهم على خياراتهم. فإن أولئك الذين يتحكمون بمواعيد نشر المعلومات الاقتصادية حول أداء شركاتهم ويتلاعبون بمجموع الاستحقاقات المترتبة عليها يحصلون أيضاً على خيارات بسعر استخدام أدنى من القيمة الحقيقية لسهم الشركة بتاريخ المنح وبكذلك الحالين يؤدي تأخير المديرين إلى تفاقم ظاهرة الفصل بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات عائمة من ناحية وأداء المديرين من ناحية أخرى.

إعادة التقييم وإعادة التقييم من الباب الخلفى

لقد رأينا كيف أن الخيارات المأمنة تسمح للمديرين بالاستفادة من أرباح أسهم السوق في أوقات نموهم بعض المظهر عن أدائهم الفعلي. منتقل الآن لمفاتيح مطرة على ما يحدث عندما ينخفض سعر السهم في السوق إلى ما دون سعر استخدام الخيارات. وعلى عكس ما قد يتوقعه المرء قبل الشركات لا تترك المديرين حالي اليدين في مثل هذه الحالات. بل إنها تلجأ إما إلى إعادة تقييم الخيارات الحاضرة وإما إلى القيام بما يعكس قيمته وإعادة التقييم من الباب الخلفى. وذلك عبر إصدار خيارات جديدة بسعر استخدام أدنى من الخيارات القديمة. إن أعمال المديرين في حصولهم على تعويضات في مثل هذه الحالات قد فاقمت من ظاهرة ضعف الارتباط بين الأجر المقدم للمديرين على شكل خيارات أسهم وسوية أدائهم الفعلي.

مكافحة المديرين عندما تنخفض أسعار الأسهم في السوق

حتى أواخر التسعينيات من القرن الماضي كانت الوسيلة الوحيدة المتاحة أمام الشركات لتقويض مديرينها عن حساسات خياراتهم بعمل انخفاض أسعار الأسهم في السوق، الذي يجعل تلك الخيارات حاضرة (أي من نوع خيارات السعر المرتفع) هي خفض سعر استخدام تلك الخيارات. قام بهاخيم بيريسر و راساراجان سومدارام و ديفيد يرمالك بدراسة فاعلة معطيات مديري الشركات المدرجة على مؤشر اس & بي بين العامين 1992 و 1995 ووجدوا أن نسبة 13 بالمئة من المديرين في كل سنة من سنوات الدراسة قد مُنعوا إعادة تقييم لخياراتهم²⁰ من بين حالات إعادة التقييم البالغ عددها 806 حالات، وجد الباحثون أن سعر الاستخدام قد جرى خفضه في جميع الحالات ما عدا حالتين اثنتين. وكانت نسبة الخصم الوسطية 39 بالمئة²¹

تجدر الملاحظة أن مؤشر اس & بي 500 قد ارتفع بنسبة 50 بالمئة أثناء مدة الدراسة دون أن يسجل أي حالة خسار تذكر للشركات. ولا شك في أن حالات إعادة التقييم كانت ستكون أكثر كثيراً لو لم يتم سوق الأسهم بهذه السرعة وبهذا الثبات على مدى حقبة الدراسة

ممن أن أرمت هيئة معايير الحسابات المالية الأمريكية جميع الشركات باحتمال خيارات أسهمها التي تجري إعادة تسعيرها بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004 أصبحت الشركات أقل حماساً لإجراء إعادة التسعير²² لكنها وجدت طرفاً أخرى أطلق عليها براين هولي وتوماس كوكس اسم «إعادة التسعير من الباب الخلفي» من أجل تحقيق الفوائد عليها وتكون الحاجة لأحساب الخيارات في المراجعة²³

عندما يقف المدبرون حاملين خيارات قد عدت حاسرة (أي قد تحولت إلى خيارات بسعر مرتفع) فإن الشركات تبادر عادة إلى إجراء عملية إعادة تسعير من الباب الخلفي. وذلك عبر إعادة مثل جعبة المدبرين بخيارات جديدة بسعر استخدام أدنى. في بعض الحالات يجري حذف الخيارات القديمة الحاسرة ذات السعر المرتفع قبل منح الجديدة²⁴. وفي حالات أخرى يحتفظ المدبرون بخياراتهم القديمة إلى جانب الجديدة بالطبع يحصل المدبرون الاحتفاظ بخياراتهم القديمة، إذ إنها ولو كانت «عارضة» أي حاسرة في الوقت الراهن، فهي لا تزال تحمل قيمة. وبخاصة إذا كانت مدة صلاحيتها لا تزال طويلة نسبياً وعلى الرغم من أن الأشكال المتعددة لإعادة التسعير من الباب الخلفي تختلف بعض الشيء فيما بينها وعن شكل إعادة التسعير الاعتيادية، فإنما ويعبر عن التبسيط شديد بهارة إعادة التسعير إلى جميع الطوائف التي تهدف إلى منح قيمة إضافية للمدبرين الذين أصبحت خياراتهم عارضة

إن مشكلة جميع أشكال إعادة التسعير تتمثل في أنها تضعف الارتباط بين الأجر والأداء. وفي الواقع فإن إعادة التسعير لا تفصل فقط بين الأجر والأداء بل إنها تكافئ عملها الأداء السيئ. إن الأصول والتوقعات لدى المدبرين بأن شركاتهم ستلجأ إلى وجه من وجود مادة التسعير من أجل تمويههم عما يلحق بهم من خسائر سببه لراجع أسعار أسهمها في السوق. يصعب دون شك حوافز المدبرين لتحسين أدائهم. فوفق المدبرين أن شركاتهم ستعيد تسعير خياراتهم في حال هبوط أسهمها في السوق قد يولد لديهم حافزاً لأن يحتفظوا انحصاراً قصير الأمد في أسعار أسهم شركاتهم لكي يحصلوا على إعادة تسعير لخياراتهم. إذ عملهم إعادة التسعير تقوض في المقام الأول مسوغ تقديم الحوافز الذي يستند إليه مبدأ تقديم خيارات الأسهم للمدبرين²⁵

يقول المدافعون عن مهدة إعادة التسمير أن هذا الإجراء إنما يساعد الشركات على الاحتفاظ بمديرها وتحميرهم عندما تهبط أسعار الأسهم إلى مستويات تجعل من خياراتهم الراهنة حاسرة (غارقة) جداً ومضيفون، أنه على الرغم من أن إعادة التسمير اللاحقة قد تقوض الحوافر السابقة فإن الشركات قد تجد أن الربح المتوقع من الاحتفاظ بمديرها وتحميرهم قد يعطي على الحسارة السابقة الناتجة عن عملية إعادة التسمير لكس المسترب أن شركات كثيرة لجأت إلى عملية إعادة التسمير مع أن خيارات مديريها الراهنة لا تزال تمتلك قيمة لا بأس بها، فالخيارات المارقة يمكن أن تحافظ على جزء كبير من قيمتها في حال كانت أجالها طويلة وكان السوق متقلباً جداً²⁶، إذاً مسوغ الاحتفاظ بالمديرين وتحميرهم لا يطبق على كثير من الشركات التي سارعت إلى إجراء عملية إعادة تسمير بعد حدوث هبوط عاجز في أسعار السوق مباشرة، وبالفعل فالدراسة التي أجرتها ماري ألين كارتر ولوان لينتش لم تجد إثباتاً يذكر على أن إعادة تسمير الخيارات المارقة من شأنه التأثير على قرار المديرين في ترك شركاتهم أو البقاء فيها²⁷، وحتى لو كانت عملية إعادة التسمير قد تؤثر في بعض الحالات إيجاباً على تحمير المدير ليهي في منصبه، فإنه من غير المؤكد أن الأثر الإيجابي المرجو من بقاء المدير في منصبه يستحق الكلفة الناتجة عن التحمير النسبي لتحمير ومكافأته على سوء أداء الشركة في السوق.

قد يرى المدافعون عن مهدة التسمير أن مسوغاتها قوية جداً في الحالات التي يتراجع فيها سعر سهم الشركة في السوق لأسباب عامة ناتجة عن تدهور حال السوق أو القطاع بأكمله وخارجة تماماً عن سلطة المديرين أنفسهم، ولما كل مثل هذا التراجع غير ناتج عن أفعال المديرين، فإن حمايتهم من تداعياته لا يضمن حوافرهم لتحسين أدائهم²⁸، غير أن إجراء إعادة تسمير خيارات الأسهم التقليدية على أثر تدهور أسعار السوق يمرض ضمان حقوق المديرين يبدو أسوأ من إجراء هرسه الخيارات بالقياس إلى تحركات السوق في المقام الأول، إن اعتماد آلية هرسه الخيارات التي تصحح أسعار استعدادها تلقائياً قياساً إلى تحركات السوق أو انقطاع في الاتحامين المساعد والمنازل من شأنه أن يضمن على العموم أمرين اثنين وبخاصة في حال تدهور أحوال السوق أولاً أن تبقى لخيارات هرسه فعنية وثانياً ألا يتم تصاعف حوافر المديرين لتحسين أدائهم فضلاً عن ذلك فإن هذا النوع

من الضمان (أي فهرسة الخيارات قياساً بحركات السوق) هو بالتأكيد أقل كلمة وتعقيداً من اعتماد الخيارات التقليدية مصحوبة بعملية إعادة تسعير لاحقة لتلك الخيارات

يبقى المديرون الذين يمتلكون خيارات مهترسة قياساً لوسطى أداء السوق أو القطاع معرولين من تقلبات السوق أو القطاع. كنتيجة لذلك، ليس ثمة حاجة إلى تطبيق عملية إعادة تسعير خياراتهم بهدف حمايتهم في حالات التدهور العام في السوق أو القطاع في حال حدوث مثل ذلك. التدهور تستطيع الخيارات المهترسة أن تعدل التأثير على نحو تلقائي، فتحمي المديرين من سوء الأداء الذي لا لب لهم فيه. بل إنها تكافئ المديرين الذين يظهرون أداء جيداً قياساً إلى نظرائهم مهما تدهورت حالة السوق العامة.

في ظل الترتيبات الراهنة يحصل المديرون على خيارات تنفيذية ويستفيدون من إعادة التسعير عندما يتطور السوق بمكس لصالحهم، كنتيجة لذلك فإن المديرين يقطعون ثمار المصادفة الناتجة عن أي تطور إيجابي في السوق أو القطاع ويبقون في الوقت ذاته بمأى من أي أثر سببي للتدهور العام في السوق أو القطاع. ومرة أخرى يجد المديرين في موقع يحسدون عليه عنوانه «ربح مضمون وخسارة مستحيلة». حين يرافق تدهور السوق عملية إعادة تسعير لخيارات المديرين ويتلوه صعود في أسعار الأسهم، يحقق المديرين أفضل الأرباح. إذ إنهم يجمعون ثمار المصادفة التي ستنهمر عليهم في مدة صعود طريفة لسوق تبدأ في القاع وتصل إلى الذروة. إن اعتماد الخيارات التنفيذية مصحوبة بعملية إعادة التسعير يكلف الشركة أكثر كثيراً من اعتماد الخيارات المهترسة ولا يقدم أي حوافر إضافية للمديرين لكي يعضموا قيمة حصص حملة الأسهم.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

لما كان توقع إعادة تسعير الخيارات من شأنه أن يصف حوافر المديرين التي جرى حلها عبر منح تلك الخيارات، فإن اندفاع الشركات إلى إعادة التسعير لا يتفق ومبدأ النواصير أو المساومة على مطالب الدراج. يمكن تسويق عملية إعادة التسعير والمطر إليها بصفتها وسيلة فاعلة لحماية المديرين في حالات تدهور السوق أو القطاع بوجه عام. ولكن فقط في سوء هشام الخيارات التقليدية غير أن هذا التسويع ببساطة يظلم لخيارات المهترسة ولا يهيأ

حفظها وهذا ما يجعل فشل الشركات المستمر في اعتماد هذه الممارسات أكثر إثارة للعجب والحيرة. من هنا ليس من المستغرب أن يرى تجمعيات مصالح حملة الأسهم تدبر عن هتكها حيال ممارسة إعادة التسمير، بل تمارسها صراحة في بعض الأحيان²⁹.

غير أن هذه الممارسة يمكن شرحها بسهولة إذا ما نظرنا إليها من منظور سلطة ومود المديرين. فبالرغم من أن الممارسات المفهومة قادرة، وبكلفة أقل، على تقديم الجرم الأكبر من الممارسات المحتملة لإعادة تسمير الممارسات التقليدية. فإن المديرين يفضلون إعادة تسمير الممارسات التقليدية على محو واضح على الممارسات المفهومة. فإجراء إعادة تسمير الممارسات التقليدية يمدحهم الفرصة مرتين لحصد المكاسب الخاصة. الأولى عند اعتماد الممارسات التقليدية العائنة، والثانية عند إجراء إعادة التسمير. وحتى الآن كان متاحاً لهم أن يشعلوا شعار المصلحة مما

نجدد الإشارة إلى أنه على الرغم من أن آلية إعادة التسمير النمطية المعروفة قد لاقت ممارسة متنامية من طرف حملة الأسهم³⁰، إلا أن معد إعادة التسمير من الباب الخلفي قد بقي حتى الآن يمسأى من معانئهم. وربما هي ملاحظتهم. لذلك كل باستطاعة الشركات حتى الآن أن تمارس سياسة إعادة التسمير في الظل ودون إثارة الكثير من الاهتمام الخارجي. عندما يحقق المديرون أرباحاً ضخمة من خياراتهم بفضل ارتفاع أسعار أسهم السوق بوجه عام، يكون من السهل توبيخها للمراقب الخارجي، فهي نهاية المطاف هناك عند بين الشركة ومديرها يقدم لهم الحوافز لتحسين أدائهم. وجميع أطراف العقد، بمن فيهم حملة الأسهم قد حفظوا الربح ولا تخطئ الشركة حينما تتسرع تطبيق العقود التي وقعتها مع المديرين. أما عندما تراجع أسعار الأسهم في السوق، فإن تسويق إعادة تسمير الممارسات من الباب الخلفي يكون عبر الإشارة إلى حاجة الشركة للاحتفاظ بمديرها وتحميرهم على البقاء في مواقعهم في هذه الأوقات الصعبة وبالطبع فإن غياب الشكل النظامي المستحسن لآلية إعادة التسمير يسهل الأمر أكثر

إن هذا التفسير المعتمد على سلطة ومود المديرين يتفق وبعض الشواهد الواقعية من ممارسات الشركات اليومية. فقد وجد دوبالد شانس ورامان كومار وريبيكا ثود على سبيل المثال أن ممارسة إعادة التسمير أكثر انتشاراً في الشركات الصغيرة التي يروح فيها مجلس

الإدارة تحت سيطرة اشخاص من داخل الشركة التي تشهد تضارباً واضحاً في المصالح بين حملة الاسهم من جهة وممثليهم في ادارة الشركة من جهة أخرى³¹ في دراسة أخرى خلص بيرير و سوندرام و يرمالك إلى أن عملية إعادة التسمير لا تحدث في الواقع رداً على الاهتزازات التي تصيب حقوقاً اقتصادية بأكثرها على الرغم من دعم المصيرين بالامر بأنهم إنما ينجذرون الى تلك العملية لتفادي معاقبة المديريين على تطورات عامة خارجة عن سيطرتهم.³² بل إن الواقع يمسك تلك المرامم ويظهر أن إعادة التسمير عادة ما ترتبط بأداء سيئ للشركة دون سواها ولا سبب خاصة بها. إذاً إعادة التسمير هي في الواقع آلية لمكافحة المديريين على أدائهم السيئ. من بين الشواهد الواقعية الأخرى على أن إعادة التسمير هي نتيجة لنفوذ المديريين في مجالس الإدارة دراسات أخرى، واحدة قام بها شناس و كومان و سود والأخرى أجراها ماري إبي كارتز و لولس ليمتش، اظهرتا بدورهما أن إعادة التسمير ليست مدفوعة بموامل تتعلق بالسوق عامة أو بالحقول الاقتصادي الذي تمثل فيه الشركة بل انها عادة ما تعقب مرحلة أداء سيئ أسبابه خاصة بالشركة دون سواها³³

دراسة أخرى أجرتها ساندرا كالانغان و جاي سالي و شناسدرا سوبرامانيان اظهرت أن إعادة التسمير تحدث باحتمال أكبر بعد الإعلان عن الاحبار الاقتصادية السيئة أو قبل الإعلان عن الأخبار الجيدة³⁴ الامر الذي يدل على أن المديريين ينجذرون الى التحكم بتوقيت احد الامرين اما اصدار الاحبار الاقتصادية عن الشركة واما عملية إعادة التسمير او (الاتسج معاً) على نحو يصممون عبره أن يجري إعادة التسمير عندما يكون سعر سهم الشركة في أحسن مستوى له. مما يسمح للمديريين بعد ذلك بجني أكبر قدر من الأرباح بعد ذلك. إن هذه النتيجة تشبه الى حد كبير النتيجة التي توصلنا إليها سابقاً في نقاشنا حول الحيازات القائمة. وذلك بأن المديريين يؤخسون تاريخ اصدار المعلومات حول وضع الشركة الاقتصادي أو تاريخ منح حيازات الاسهم على نحو يسمح لهم بالحصول على حيازات مقبولة ظاهرياً أي من نوع الحيازات القائمة، ولكن بسعر استخدام أقل من القيمة الحقيقية للسهم في السوق.

من اللافت أيضاً أن شناس و كومان و تود قد وجدوا أن نصف الحيازات التي جرت عليها عملية إعادة التسمير في دراستهم كانت ستعود مع تطور الأحداث حيازات ربحية (أي من

نوع خيارات السعر المخفض) حتى لو لم تجر إعادة تسعيرها إن هذه النتيجة إما تدل على أن جزءاً كبيراً من عمليات إعادة التسعير ليست في الواقع ضرورية للاحتفاظ بالمديرين أو لتعظيمهم. إضافة إلى ذلك لم يجد القائمون على تلك الدراسة أي إشارات على أن خفض سعر استخدام خيارات أسهم المديرين يؤدي فعلاً إلى ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق لاحقاً فضلاً عن ذلك خلص تيموثي بولوك و هارولد فيشر و جيمس ويد إلى دراسات أخرى إلى أن وجود المؤسسات الاستثمارية رقيقة على سياسة الشركة الاقتصادية يقلل من احتمال إعادة تسعير الخيارات.³⁵ أما برسر و سويدارام و برماك فتوصلوا إلى نتيجة مفادها أن وجود أعضاء غير مستقلين من مجلس إدارة الشركة في لجنة اقرار الامتصاصات يرفع من احتمال اللجوء إلى عملية إعادة التسعير.

إعادة شحن الخيارات

تجلبأ شركات عدة إلى منح مديريها خيارات جديدة وعلى نحو تلقائي بمجرد أن يستخدم أولئك المديرين خياراتهم القديمة. إن هذه الممارسة التي يطلق عليها تسعير «إعادة الشحن» تمثل حيلة أخرى إضافية على نظام الخيارات التقليدية يتم اللجوء إليها من أجل تعظيم قدرة المديرين على جني الأرباح الضخمة حتى عندما لا يكون الإهم جداً

تتم ممارسة إعادة الشحن في شكلها الأساسي كما يلي. يبادر حامل الخيارات الفائلة للشخص إلى استخدام خياراته قبل تاريخ نهاية صلاحيتها ويُدفع ثمن استخدامها من قيمة الأسهم التي في حوزته. وبالمقابل لا يحصل المدير فقط على أسهمه التي أُنْتُ إليه عبر استخدامه لخياراته القديمة، بل إنه يحصل على خيارات جديدة بعدد الأسهم التي باعها ليستخدام خياراته. تحتفظ الخيارات الجديدة التي سجت عن إعادة الشحن بتاريخ انتهاء الصلاحية ذاته الذي كانت ستنتهي فيه صلاحية الخيارات القديمة لكن سعر استخدام الخيارات الجديدة يتحدد بسعر السهم في السوق بتاريخ إعادة الشحن.

لنأخذ على سبيل المثال مديراً عاماً يملك 10 خيارات فائلة لإعادة الشحن بسعر استخدام قدره \$20 فإذا كان سعر السهم الواحد في السوق بتاريخ الاستخدام يساوي \$40 فإن عليه أن يتنازل عن خمسة من أسهمه لكي يستخدم خياراته العشرة. وبذلك يكون قد حصل على

10 أسهم بائنة عن استخدامه لخياراته إضافة إلى خمسة خيارات جديدة بسعر استخدام مساوي 540³⁶ عادة ما تسمح الخيارات القابلة لإعادة الشراء بإعادة الشراء المتكررة أي إن الخيارات الجديدة التي يحصل عليها المديرون عندما يستخدمون خياراتهم القديمة تكون بدورها قابلة للشراء كما سبقاتها

إن الخيارات القابلة للشراء تفوق الخيارات التقليدية قيمة بالمسبة للمديرين. فعندما يستخدم المدير خيارات لحيل الأول بعد حدوث زلة (ارتفاع مفاجئ) في سعر السهم في السوق فإنه يكون قد استفاد من الربح الناتج عن ارتفاع سعر السهم الذي من المفترض أن ينخفض بعد ذلك. وحافظ في الوقت ذاته على فرصة الاستفادة من أي ارتفاع آخر محتمل في الأسعار عبر خياراته الجديدة التي كسبها³⁷ وبالمثل فإن أفضل ما يؤول به حامل الخيارات القابلة للشراء المتكرر هو أن يستخدم خياراته تلك كلما تجاوز سعر السهم أعلى سعر حققه سابقاً عند تاريخ المنح الأصلي

خيارات الأسهم القابلة للشراء تمكن المديرين إذا من تحقيق الأرباح في عدد تدبب الأسعار في السوق. وذلك عبر السماح لهم باستغلال فرصة الارتفاع المؤقت للأسعار وحصد المكاسب حتى عندما تكون تلك الأسعار مستقرة التي حد ما على المدى البعيد. إن الربح الذي يمكن تحقيقه عبر إعادة شراء الخيارات إنما يتحدد بمدى تدبب أسعار أسهم شركة في السوق بالإضافة إلى عوامل أخرى وبالمثل إلى مدير واحد في شركة واحدة على سبيل مثال أجرى كل من جين سالي و راية جاغلانان و ستيفن هادارت بعض التقديرات وتوصلوا إلى أن الشكل الأمثل لميزة إعادة الشراء برفع قيمة الخيارات التقليدية بقيمة 15 بالمئة تقريباً من قيمتها³⁸ إضافة إلى ذلك يلجأ عدد كبير من الشركات التي تصدر برامج إعادة شراء خيارات مديريها إلى منح المديرين خيارات إضافية لتمويهم عن الأسهم التي عليهم بيعها لدفع ما يترتب عليهم من صرايب من جراء عملية استخدام الخيارات³⁹ وقد قدر أياخون سالي و جاعانانان و هادارت الرهانة الإضافية على قيمة الخيارات التقليدية الناتجة عن ميزة دفع هذه الخيارات الإضافية بما سبته 9 بالمئة وسعياً من قيمة تلك الخيارات⁴⁰

من الصعب شرح ممارسة إعادة شحن الحيارات في إطار عملية التفاوض الموضوعي والمهني على مطلق الدراع بين المديرين ومجالس الإدارة إلى هذه الممارسة تريد بوصف احتمال استعادة المديرين من الردات المؤقتة والمغيرة التي نصيب أسعار الأسهم في السوق. إعادة الشحن تكافئ المديرين إداة على التديديات التي نظراً على أسعار السوق وتقاوم بذلك من تلك الارتباط بين الأجر والأداء. لذلك فليس من المفاجئ أن تعارض مؤسسات الاستثمار اعتماد هذه الممارسة في الشركات التي تستثمر فيها⁴¹

يقول المدافعون عن إعادة شحن الحيارات إن هذه المهنة تشجع المديرين على استخدام اسمهم في وقت مبكر قبل انتهاء مدة صلاحيتها لامتلاك حصص أكبر في شركاتهم⁴² لكن عندما لا يسمح المديرين من بيع الحصص العائدة إليهم باستخدامهم لحيازاتهم فإن مهنة إعادة الشحن لا تكون قد حققت النتيجة المطلوبة (زيادة حصص المديرين في شركاتهم) فعادة ما يترك للمديرين الحرية الكاملة في أن يبيعوا ما يؤول إليهم من حصص نتيجة استخدامهم لحيازاتهم. وهم يلجؤون فعلاً إلى بيع الجرة الأكبر منها⁴³

وعلى كل حال إذا كان الهدف زيادة حصص المديرين في شركاتهم. فهناك طرائق أخرى لتحقيق هذا الهدف أقل كلمة وأكثر سهولة وفعالية من إعادة شحن الحيارات. وكما سمى في المصنوع القادمة بوسع الشركات ببساطة تقييد الحرية الكبيرة للمديرين في الوقت الراهن التي تسمح لهم بالتصرف بملكية الأسهم الآيلة إليهم من خياراتهم بمجرد استحقاقها. وفي بعض الحالات قد تؤدي مهنة إعادة الشحن في الواقع إلى تقليص حصص المديرين في شركاتهم. وذلك لأنهم يدفعون ثمن خياراتهم القابلة للشحن من الحصص التي كانوا يمتلكونها قبل استخدام خياراتهم. لا من حسابهم التقديري.

مع أنه من الصعب فهم ممارسة إعادة شحن الحيارات في إطار نموذج المساومة على مطلق الدراع بين المديرين ومجالس الإدارة فإن ذلك يبدو سهلاً إذا ما أحدا نفوذ وسلطة المديرين ببعض الاعتبار. مهنة إعادة الشحن ترفع من قيمة الحيارات التقليدية بالنسبة للمديرين. لكنها تنجر ذلك على نحو مفرط بصعب إثباته أو التحقق منه أو فحصه. إضافة إلى ذلك. بالرغم من أن إعادة شحن الخيارات ليست ضرورية لزيادة حصص المديرين

في شركاتهم، بل إنها قد تنقصها في بعض الأحيان. إلا أن دريعة زيادة حصص المديرين لا يمكن دحضها من أساسها وعلى نحو قاطع. وبنتيجة ذلك يمكن للمديرين أن يحققوا أرباحاً كبرى من ديديات أسعار الأسهم في السوق ببعض النظر عن أدائهم العملي، وأن يعملوا ذلك دون قلق من انفضاح أمرهم ودور خوف من سخط حملة الأسهم.

التحريك باتجاه ملكية الأسهم المقيدة

إن المؤشرات على نمو وسلطة المديرين لا تقتصر على ما يمكن استقراؤه من مرفقات خطط الحيازات التقليدية التي تصممها الشركات لكافة مديريها بل إن التغيرات التي تقوم بها الشركات ردة على ما بدأت تتلقاه حديثاً من نقد مرتبط بتلك الخطط تتضمن أيضاً مؤشرات قوية على ذلك النمو وتلك السلطة فتحت صعد حملة الأسهم بـ اعتماد الحيازات المرتبطة بالأداء تشهد تصاعداً طفيفاً غير أن الشركات تبدو متحمسة لاستبدال الحيازات التقليدية بأسهم مقيدة أكثر من تحمسها للانتقال إلى حيازات الأسهم متفوضة ثمار المصادفة وهذا لا يفاجئنا حينما ندرك أن اعتماد منح المديرين ملكية أسهم مقيدة من شأنه أن يدفع باتجاه زيادة ثمار المصادفة لا باتجاه تقليصها.

بحسب المراقبين إن استخدام منح ملكية الأسهم المقيدة يشهد ارتفاعاً ملحوظاً⁴⁴ يمكن النظر إليه عموماً بصفته ردة فعل على القلق المتزايد الذي يهدده حملة الأسهم حيال الحيازات التقليدية. وهكذا عموت صحيفة وول ستريت جورنال مقالة لها بالمباراة مع فساد سمعة حيازات الأسهم لجأت الشركات إلى منح ملكية الأسهم المقيدة،⁴⁵ لكن ول سوء الحظ فإن الشركات التي تسبدل حيازات الأسهم التقليدية بملكية الأسهم المقيدة ينهي بها الأمر إلى وضع خطط حوافز تستند إلى حقوق الملكية لكنها تحوي في طياتها عناصر تقلص من حجم ثمار المصادفة الذي كان متوافراً في الحيازات التقليدية.

من المهم هنا أن نذكر أنه على الرغم من أن ملكية الأسهم المقيدة لا تحمل كلمة «حيازات» في اسمها إلا أنها في الواقع مجرد وجه من وجوه الحيازات. لنفترض أن شركة ممحط مديريها حيازاً في يوم كان فيه سعر السهم الواحد \$ 100 وإذا كان الخيار من نوع الخيارات القائمة يكون سعر استخدامهما يساوي \$ 100 أيضاً فإذا ما استخدم المدير خياره في وقت لاحق سعر

السهم فيه S يكون قد حقق ربحاً من خياره مقداره $(S - 100)$ بالمقابل فإن ملكية مقيدة للسهم يباع في وقت سعر السهم فيه S ، ستدر على صاحبها ربحاً مقداره S إذا فملكية الأسهم المقيدة هي في المحصلة خيارات بسعر استخدام مقداره 50

هل من سبب مقنع يجعلنا نعتقد بأن السعر الأمثل لاستخدام الخيارات يساوي 50 في الواقع، حتى سعر الاستخدام المساوي لسعر السهم بتاريخ المنح - 100 في مثالنا السابق - قد يكون مخصصاً إلى حد مبالغ فيه في كثير من الأحيان، وبخاصة عندما يحصل الاستخدام بعد تاريخ المنح بسنوات عدة. وكما رأينا فإن اعتماد سعر السهم بتاريخ المنح سرّاً لاستخدام الخيارات الممنوحة للمديرين قد يدر عليهم أرباحاً ضخمة نتيجة لتطورات تطرأ على مستوى السوق ككل أو انقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة، حتى لو كان أداء المديرين سيئاً بالمقارنة مع نظرائهم في الفرع الاقتصادي عموماً

لا شك أن فحص سعر الاستخدام من 100 إلى 50 سيلازم مشكلة ثمار المصادفة. إن هذا الحمض سيضاعف ثمار المصادفة التي يحصلها المدير ذو الأداء السيئ بالمقارنة مع نظرائه في الفرع الاقتصادي عموماً، بل يرتفع سعر سهم شركته في السوق نتيجة لتحسن أرباح السوق عموماً بل إنه سيتمكن المدير ذو الأداء السيئ من حصد ثمار المصادفة حتى عندما يخفض سعر السهم إلى ما دون سعره بتاريخ منح الخيارات⁴⁶

قد يقول قائل: إن ملكية الأسهم المقيدة قد تكون أفضل من الخيارات التقليدية في حال منح المديرين من التصرف بملكتهم لتلك الأسهم لمدة طويلة من الزمن إذ إن شرطاً كهذا قد يقدم للمديرين حوافز إضافية لكي يركزوا اهتمامهم على القيمة طويلة الأمد ويتجنبوا عن الكسب قصير الأمد الذي تشجعهم عليه حريتهم الكبيرة في التصرف بخياراتهم. غير أن هذا المكسب يمكن تحقيقه من دون منح المديرين ذلك الحجم الكبير من ثمار المصادفة التي نلناها عليهم خلط ملكية الأسهم المقيدة مع الممكن بسهولة كبيرة ترويد أي خطة لخيارات الأسهم بقود تقرر على حرية المديرين في التصرف بخياراتهم

من المهم التمهيد بـ: يمدد اثنين للخطط الفائتة على ملكية الأسهم. يتمثل البعد الأول بـ: بعدة الانتظار - أي المدة الزمنية التي على المدير انتظارها قبل أن يتمكن من تحويل ملكيته

للأسهم إلى أموال مقبولة. وذلك عبر استخدام خياراته ومن ثم بيع الحصص المائدة إليه من جرّاء ذلك على سبيل المثال. وكلما طالت مدة الانتظار، تزداد حوافز المدير للتفكير على قيمة السهم طويلة الأمد. أما البعد الثاني الذي يختلف تماماً عن الأول فيتمثل في أية تحديد حصة المدير في حصة ملكية الأسهم إن ربطت حصة المدير بقيمة السهم طويلة الأمد لا يتطلب اعتماد خيارات بسعر استخدام يساوي الصفر - أي اعتماد ملكية الأسهم لمقيدة بل من الممكن تحقيق ذلك عن طريق اعتماد خيارات الأسهم بسعر استخدام أكبر من الصفر. شرط أن نجعل منها الخطة المعتمدة لخيارات مقبولة وتتمنع المديرين من التصرف بها مدة طويلة من الزمن حتى بعد استحقاقها.

بعض المدافعين عن ملكية الأسهم المقيدة يدعون من مبرراتها أيضاً أنها تستمر في تقديم الحوافز للمديرين في حال انخفضت أسعار الأسهم في السوق. فعندما ينخفض سعر سهم شركة ما نتيجة لتطورات عامة في السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه فإن الخيارات التقليدية قد تعدو عديمة القيمة، ما يعني معاقبة مديري الشركة على انحصار لم يكن ناتجاً عن سوء ادائهم، الأمر الذي قد يتركهم دون حوافز كافية للعمل على خلق القيمة. على العكس من ذلك، مهما كان انخفاض سعر السهم الاسمي حاداً فإن ملكية الأسهم المقيدة تستمر في تقديم بعض القيمة والحوافز للمديرين لكي يتابعوا الطريق.

غير أن ثمة ميزة صلاية ملكية الأسهم المقيدة وفدورها على الثبات في وجه انخفاض أسعار السوق بأفضل جداً. لنعد إلى مثالنا السابق حيث كان السعر الراهن لسهم الشركة الاسمي في السوق \$100، ونفترض أن احتمال انخفاض سعر سهم الشركة وبقلائه دون سعر تاريخ النسخ لمدة معيّنة لا يتعدى 20 بالمئة. إن خفض سعر الاستعداد من \$100 إلى \$50 - أي التحول من صيغة الخيارات التقليدية إلى صيغة ملكية الأسهم المقيدة - سيضمن أن يحافظ تمويه الملكية الممنوح للمدير على بعض قيمته ويقدم له الحوافز حتى عندما ينخفض سعر سهم الشركة إلى ما دون \$100. لكن الشركة تدفع ثمناً باهظاً لتلك الحوافز يساوي \$100 إضافية عن كل خيار في حال لم ينخفض سعر السهم الواحد عن \$100 أثناء المدة المحددة (وهو احتمال أكبر بأربع مرات من احتمال انخفاضه فعلاً).

هناك طرائق أخرى لمعالجة مشكلة هشاشة الحيازات التقليدية طرائق لا تتطلب دفع هذا الثمن الباهظ. غير أن الشركات لم تبادر إلى اعتماد أي طريقة منها، ولإظهار مدى الهدر الذي يسببه اعتماد نظام ملكية الاسهم المقيدة، مقارن بين ملكية مقيدة لاسهم واحد من جهة وحياز واحد معهرس مهنياً إلى أداء مجموعة الشركات الأسوأ أداءً في المربع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة التي تشكل ؟ بالمئة من مجموع شركات ذلك المربع من جهة أخرى. إن هذا الحياز سيحافظ على قيمة لا تساوي الصفر وسيمتد في تقديم الحوافز للمدير ما دام أداء الشركة أفضل من عتبة أداء متدنية جداً لكنه سيمنع المدير بالتأكيد حجماً لثمار المصادفة أقل مما تمنحه له ملكية الاسهم المقيدة.

يخلص إلى أن الرغبة الكبيرة لدى مجالس الإدارة في الانتقال إلى ملكية الاسهم المقيدة التي تتعارض بشدة مع مبادئهم لاعتماد بعض الأنماط الجديدة الأخرى للتعميمات القائمة على حقوق الملكية لا يجب النظر إليها بصفتها مؤشراً على تراجع يعود للمديرين في مجالس الإدارة. إن أي ترتيبات تخلق قيوداً فاعلة تعد من قدرة المديرين على التصرف بملكيتهم أو خياراتهم يمكن للنظر إليه على أنه تطور إيجابي يصب في صالح حملة الاسهم. لكن حتى عندما يجبر المديرون على الانتظار مدة طويلة من الزمان قبل التصرف بملكيتهم المقيدة للاسهم مدة أطول من المدة التي عليهم انتظارها قبل بيع خياراتهم. فإن الانتقال إلى ملكية الاسهم المقيدة لا يصعب (بل يعرر) قدرة المديرين على استحضار تمويلات تستند إلى حقوق الملكية وتمنعهم أجراً كبيراً غير مرتبط بأدائهم.

14 حرية التصرف بحوافز الملكية

مقابل كل 1000 من الحيازات الجديدة المقدمة له يبيع المدير 684 سهماً من أسهم رأس مال الشركة.

من دراسة تجريبية حول التحويلات على أساس حقوق الملكية، قام بها إيلي دوفد و ديفيد بيرمان في العام 1977

ساقش في هذا الفصل هاملاً رئيساً آخر من عوامل فشل نظام التحويلات القائمة على أساس الملكية في خلق الحوافز الجديدة. حتى مرحلة متأخرة جداً لم تتخذ الشركات من تدابير الحيولة في التصرف بالحوافز الممنوحة للمديرين على شكل رزم لحيازات أو الأسهم المقيدة ولا من تدابير تنظيم التصرف بثلاث الحوافز، إلا قدرأ قليلاً بغير الدهشة والاستمرار في تواصله وهكذا فقد كان المديرين يتمتعون بحرية واسعة في التداول بما قدمته لهم شركاتهم من حيازات وأسهم لكن بيع تلك الأصول من شأنه أن يصف حوافز المديرين أو أن يجبر الشركة على تقديم المزيد من الحيازات أو الأسهم بعية ترعيم نفقات الحوافز وبالنسبة فإن حملة الأسهم يجدون أنفسهم أمام خيارين أحلاهما مر، أما أن يقبلوا بمستوى صعب من الحوافز لقاء ما يقدمونه من تمويلات، أو أن يقدموا مزيداً من التمويلات للحفاظ على المستوى المطلوب من الحوافز وفصلاً عن ذلك فإن حرية التداول بالحيازات والأسهم قد حققت لدى المديرين بعضاً حوافز شادة للسعي إلى تحقيق ارتفاعات عابرة قصيرة الامد في أسعار أسهم شركاتهم.

مزايا تقييد البيع المبكر

تتيح الحيازات والأسهم المقيدة إلى المديرين بعية دعمهم للعمل على تنظيم قيمة رأس مال أسهم. ولما كان المديرين يميلون عموماً إلى تجنب المخاطرة فإنهم سيمضون بطريقة

الحال الحصول على القيمة التقديرية المكافئة لتلك الحوافر بقدراً وليس عريياً أن يحصلوا القيمة النقدية مضمومة الدفع. وإن كانت أصغر، على عائدات حوافر الملكية المحفوظة بشيء من المخاطرة ولو كانت القيمة المتوقعة لتلك العوائد أكبر. ولهذا السبب فإنهم غالباً ما يسعون إلى تحويل قيمة حوافرهم من الخيارات والأسهم المفيدة إلى قيمة نقدية فور استحقاقها عبر أن ذلك من شأنه أن يبرغ تلك الحوافر من مضروبها ويحرم الشركة من المكاسب التي ترجوها منها. والتعاقد المجدي يقتضي والحالة هذه العمل على تحقيق الشوازن بين الحفاظ على تلك الحوافر من جهة وإرضاء احتياجات المديرين المشروعة إلى السيولة النقدية والمرونة في توظيف أموالهم من جهة أخرى.

إن مبدأ تقييم حرية المديرين فيما يخص بيع الخيارات المستحقة يمثل مسألة منفصلة كلياً عن مبدأ تحديد مهلة الاستحقاق بحد ذاتها. إن الهدف من مهلة الاستحقاق هو منع المدير الذي تلقى لثوة حوافر على أساس خيارات الأسهم من الجنوح إلى فكرة المسارعة إلى التنحي وترك مسؤوليات العمل وراء ظهره ظاهراً بتلك الخيارات (أو بما تتضمنه من الأسهم). حال استحقاق حوافر الملكية المقدمة للمدير يكون هذا الأخير قد «جسي» ما تحمله تلك الحوافر من مكاسب. فالخيارات والأسهم المستحقة تمثل ملكية خاصة لا يستطيع أحد أن يشرعها من بين يدي صاحبها.

لكن حقيقة أن الخيارات الممنوحة للمدير حال استحقاقها، لا يمكن امتزاجها منه، لا تعني بالضرورة إعطاء المدير الحق في استخدام تلك الخيارات ومن ثم بيع الأسهم المكتسبة مباشرة بمجرد انقضاء مهلة الاستحقاق. وعلى الأقل في بعض الحالات قد يكون من المناسب أن تأخذ التعميمات المقدمة للمدير شكل خيارات مفيدة لا يمكنه الإفادة منها قبل انقضاء مدة محدودة من الزمان حتى بعد انتقال ملكيتها إليه. وعلى سبيل المثال يمكن تحديد مهلة استحقاق الخيارات بثلاث سنوات وتقييم حق الإفادة منها بانقضاء ثلاث سنوات إضافية بعد استحقاقها. إذا ما واصل المدير العمل لصالح الشركة بعد انقضاء مهلة الاستحقاق فإن الخيارات المقدمة له (أو الأسهم ذات الصلة في حالة استخدام تلك الخيارات) ستجسد فعلاً حوافر مجددة تمتد بمزيد من الأداء خلال تلك المدة.

لفئتين هذه الحالة القائمة على اتفاق يقضي بتقييد حرية التصرف بالحيارات مع الحالة المعاكسة التي تتبع للمدير حرية استخدام خياراته وبيع ما ينصل بها من أسهم مباشرة حال انتقال ملكيتها إليه، ولتقرر من أن المدير قد يادر بالفعل إلى استخدام خياراته وبيع الأسهم ذات الصلة في أقرب فرصة في هذه الحالة سوف يكون على حملة الأسهم إما (1) أن يقدموا للمدير خيارات جديدة - ويحصلوا ما يتبع ذلك من كلفة إضافية - بغية الحفاظ على المقدار ذاته من الحوافز، أو (2) أن يتحملوا الخسائر المالية التي ستترتب على تراجع مستوى حافز الأداء عند المدير إذا ما قورن بخالفة تقييد حرية التصرف بالخيارات.

وبالإضافة إلى الريادة الحفزية في حجم حوافز الملكية لدى المديرين، التي لا تنحصر في لحظة دون الأخرى، فإن الترتيبات التي تمنع بيع الأسهم قبل انقضاء مدة من الزمن على انتقال ملكية الحيارات والأسهم المشدّد تقدم لحملة الأسهم ميزة مهمة أخرى بالمقارنة مع حالة إطلاق حرية التصرف. إن المديرين الذين يملكون خيارات وأسهم غير قابلة للتقاضي بقيمة مقدرة قبل انقضاء مدة محددة من الزمن مرشحين لتوجيه اهتمامهم بالدرجة الأولى نحو السعي إلى تحسين قيمة رأس المال المسهم على المدى البعيد، وحيث إن أداء المدير لا ينعكس بصورة فطرية على قيمة رأس مال الشركة إلا مع مرور الزمن، فإن تدابير تقييد حرية التصرف بالحيارات والأسهم تضمن تزويد المديرين بحوافز من نوع أفضل. وخلافاً لذلك فإن المدير الذي يتمتع بحرية بيع الحيارات والأسهم حال انتقال ملكيتها إليه سيكون بمقدوره أن يحقق لنفسه مكاسب سريعة عبر ارتفاع مفاجئ قصير الأجل في سعر أسهم الشركة حتى ولو كان أداء الشركة على المدى البعيد دون المستوى المطلوب. وكما سوف نوضح في فقرة لاحقة فإن مكافأة المديرين على الارتقاعات قصيرة الأجل في سعر الأسهم، التي لا تعكس ارتفاعاً حقيقياً طويلاً الأجل في القيمة، قد تحوّل بهم إلى اتخاذ خطوات من شأنها أن تقود إلى تراجع قيمة رأس مال الشركة والحاق الضرر بالمساهمين¹

مما لا شك فيه أن تقييد قدرة المديرين على تحويل الحيارات والأسهم المنقولة إلى قيمة نقدية لا يخلو من الآثار السلبية. فهذا التقييد من شأنه أن يركز على المديرين تكاليف إساءة لتأمين السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتهم الحيائية والاستثمارية. لذلك فإن على مجالس الإدارة أن تنسج لدى العمل على إعداد وصياغة شروط التقييد بإحفاق نوع من

الموازنة بين تلك الأعباء المالية من جهة والمكاسب المرجوة من تنفيذ حرية التصرف والممثلة في رفع مستوى الحوافز من جهة أخرى. وإطلاقاً من احتياجات المدير، من حيث السيولة والمرونة في توظيف الأموال، يمكن للمجلس أن يحدد نسبة الحيازات والأشهم التي يسمي إيفازها مقيدة بعد استحقاقها، ومدة ذلك التقيد، وأن يفصل أيضاً بين إعطاء المدير حق التصرف بكامل الحيازات والأشهم دفعة واحدة حال استحقاقها أو السماح له بالتصرف بتلك الحيازات والأشهم المستحقة على نحو تدريجي فقط. وعلى المالب فإن للسلطات المحددة لصيغة الاتفاق حول تقيد حرية التصرف سوف تنطك من شركة إلى أخرى ومن مدير إلى آخر تبعاً لموامل كثيرة تذكر منها على سبيل المثال المدة المتوقعة أن يقضيها المدير في خدمة الشركة وعلية احتياجه الاستهلاكية أو الاستثمارية الخاصة، لكن من المؤكد في جميع الأحوال أن التزام الذي يمس على إعطاء المدير الحرية المطلقة في التصرف بحيازاته وأشهمه هو استحقاقها لا يمثل صيغة السافد الجديدة التي يمكن تضمينها على مختلف الشركات وجميع المديرين.

حرية المديرين الواضحة في التصرف المبكر بالحيازات والأشهم

حتى مدة حديثة العهد لم تعتمد الشركات - إلا ما ندر، إلى اتخاذ محاولات جديدة لمنع المديرين من التصرف بالحيازات والأشهم المقيدة المصوغة لهم مباشرة هو استحقاقها لذلك فقد كان من الطبيعي أن يعتمد الكثير من المديرين إلى التصرف بالحيازات وبيع ما يتصل بها من أشهم قبل دمو أجلها بوقت طويل²

أظهرت دراسة عميت بالحيازات طويلة الأجل الممتدة على عشر سنوات والمصوغة للمديرين في 40 من الشركات الكبيرة أن تلك الحيازات قد تم استخدامها وسطها بعد مرور 5.8 سنة³ وحلل استخدامهم لتلك الحيازات وبيع المديرين أكثر من 90% من الأشهم التي أقت اليهم⁴ وحتى قبل أن يتسنى لهم بيع الحيازات والأشهم المستحقة يعمد المديرون عالياً إلى حماية تلك الحيازات والأشهم عبر رجها كلياً أو جزئياً في معاملات تجارية من النوع الذي لا يظن بصورة مباشرة دخلاً مكلماً سريبياً وكثيراً ما تكون الماملات عبر مسجلة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية إس.إي.سي⁵ وعلى سبيل المثال يلجأ المديرون في أغلب

الاحتمال التي اختصت التشابكات والمقايسات حفاظاً على فرصتهم في الكسب المحتمل في حالة ارتفاع قيمة رأس المال⁶ وبالطبع فإن مثل تلك المعاملات من شأنها أن تضعف الرابط العملي بين مكاسب المدير وقيمة رأس المال المسهم متباعدة بذلك حواجز المدير للسمي إلى تحسين تلك القيمة

وبالإضافة إلى إعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالحصوات والأسهم المستحقة فقد فشلت الشركات أيضاً في الحد من استخدام الوسائل والآليات المالية التي من شأنها إضعاف الأثر لثمن للحصوات والأسهم التي لم يحس موعد استحقاقها بعد أو حتى القضاء كلياً على ذلك الأثر. لقد كان مسموحاً للمديرين بصورة عامة أن يعضوا بصيهم من حقوق الملكية عبر التشابكات والمقايسات حتى قبل انتقال ملكية تلك الحقوق⁷ والواقع أن مجالس الإدارة لم تكن تفكر في اشتراط أي قيود على أساليب التحصيل تلك في معاوصاتها مع المديرين⁸ إن من ضمن النظر في نظام صربية الدخل الصادر إلى الحالي يقع على العديد من الجوانب التي يمكن أن توظف على نحو فاعل للحد من جاذبية تحسين الحصوات وكذلك أيضاً (ولو بدرجة أقل) الأسهم المقيدة عبر وسائل وآليات السوق التاموية⁹ غير أن تعديلات طفيفة في الأحكام الصربية كهيئة بالقضاء على إجراءات تلك التدبير المتباعدة لحواجز الملكية وفي جميع الأحوال يمكن الحزم بأن غياب الشروط الكفيلة بوضع حد لحرية لمديرين في التصرف بحواجز الملكية المقدمة لهم لم يكن مسوغاً على الإطلاق في تماقذ قائم على مطالب الدراع.

إذا كان المدير يملك أصلاً حصوات وأسهماً فقد يكون من المجدي أن تقدم له الشركة مزيداً من الحصوات والأسهم بنية تقوية الرابط بين مصالحه الشخصية ومصالح حملة الأسهم. لكن للمعرب أن الشركات عند تقديم تلك الحصوات والأسهم الإضافية نادراً ما تقلصت إلى ضرورة منح المدير من إبطال معمول تلك الحواجز عبر بيع حصوده السابق من الأسهم. والنتيجة نجد أن المديرين عند حصولهم على حصوات جديدة، غالباً ما يسارعون إلى بيع الأسهم التي كانت أصلاً في جعبتهم. وقد كشفت دراسة قام بها إيلي أوفتك وديفيد برماك أن المديرين يبيعون وسطياً ما يقارب 680 من الأسهم التي يملكونها أصلاً مقابل كل 1.000 من الحصوات الجديدة المقدمة لهم. ويعدو 940 سهماً مقابل كل 1.000 من الأسهم

المقيدة الجديدة التي تقدمها لهم شركائهم^٥ وعمليات البيع هذه تظل إلى حد بعيد الأثر الإيجابي الذي تأمله الشركة من تقديم حوافر الملكية لمديريها

عمدت بعض الشركات إلى اعتماد برامج أهداف للملكية، التي تشجع المديرين على اقتناء قدر معين من الأسهم أو تطلب منهم ذلك - وعادة ما تحدد قيمة تلك الأسهم على أساس الراتب الذي يتقاضاه المدير^{١١} لكن أهداف الملكية التي اعتمدتها تلك البرامج غالباً ما كانت تميل إلى التواضع. في دراسة تناولت ١٩5 من الشركات التي اعتمدت برنامج أهداف الملكية وجد جون كورو ديفيد لاركر أن ١38 فقط من تلك الشركات قد أبدت الدرجة الكافية من الشفافية لإشهار أهداف الملكية التي حددتها لمديريها. في تلك الشريحة من الشركات بلغ وسطي الحد الأدنى للملكية المطلوبة من المدير أربعة أضعاف راتبه الأساسي وعلى الرغم من أن ذلك الهدف قد يعطي الانطباع بأنه يمثل قدراً لا بأس به من الأسهم وجزءاً مهماً من إجمالي تعويضات المدير فإن الأمر ليس كذلك البتة. إن الراتب الأساسي للمدير غالباً ما يبدو هزئياً صحياناً إذا ما قورن بالعناصر الأخرى المتضمنة في رزمة التعويضات كالمكافآت والتعويضات القائمة على أساس الملكية وغيرها. وبالنسبة فإن هدف الملكية المطلوب تحقيقه بموجب برنامج أهداف الملكية، كثيراً ما تقل قيمته عن قيمة تعويضات المدير في العام الواحد. وفصلاً عن ذلك فقد تبين أن 23% فقط من إجمالي الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها ١٩5 قد فرصت بالعمل شرطاً جزائياً على المدير في حال تقصيره عن تحقيق ذلك الهدف. في كثير من الحالات لم تكن الأهداف المنصوص عليها في برامج أهداف الملكية سوى أهدافاً طوعية غير ملزمة

لإيضاح النصف العام الذي نقابته منه برامج أهداف الملكية تلك دعونا نلقي مزيداً من الضوء على حالة واحدة من الشركات التي تظهر وكأنها قد حددت لمديريها العام هدفها طموحاً من حيث ما يترتب عليه اقتناؤه من أسهم الشركة. تقرص أميركان اكسپريس على مديريها امتلاك أسهم بقيمة تدل أضعاف رواتبهم الأساسية وتتراوح بين ثلاثة أضعاف الراتب الأساسي في حالة المديرين ذوي المراتب الأدنى وعشرين ضعفاً في حالة المدير العام للشركة. بلغ الراتب الأساسي لمسيد هارفي غولب - مدير عام أميركان اكسپريس الذي تقاعد عام 2000 نحو ١ مليون \$ عن كل من الأعوام 1998 و 1999 و 2000¹² وبذلك فإن

نظام أهداف الملكية الذي تعتمد الشركة قد يركز على السهم حوالب امتلاك اسهم بقيمة تقارب 20 مليون \$، وهي قيمة تبدو كبيرة حقاً عبر أن الراتب الاساسي الذي يتقاضاه السيد حوالب عن العام 2000 لم يشكل سوى 4 بالمئة فقط من اجمالي تعويضاته التي بلغت نحو 25 مليون \$، والاهم من ذلك أنه قد تلقى أكثر من 130 مليون \$ على شكل تعويضات مختلفة أثناء المدة الممتدة من 1993 إلى 2000¹³ وهكذا فإن هدف الملكية الذي كان على السيد حوالب تحقيقه في العام 2000، لم يكن يعادل في قيمته سوى 16 بالمئة من اجمالي التعويضات التي حصل عليها بصمته مديراً عاماً للشركة

وفضلاً عن ذلك فإن أميريكال إنكسبريس شأنها شأن الكثير من الشركات الأخرى تسمح لمديرها باحتساب جزء من قيمة الخيارات والأسهم المقيدة التي لم تتقل ملكيتها اليهم بعد في سمهم إلى بلوغ أهداف الملكية المطلوبة منهم. يعق لمديرين أميريكال إنكسبريس احتساب 50 بالمئة من قيمة خياراتهم عبر المستحقة، وكذلك أيضاً 50 بالمئة من القيمة الرأسمية لاسهمهم المقيدة وهو سعر السوق¹⁴ ولما كان المديرين بطبيعة الحال لا يملكون حرية بيع الخيارات والأسهم المقيدة عبر المستحقة فإن هدف الملكية المطالبين بتحقيقه لا يركز إلا نهاية المطاف الاقيداً اصحاباً طفيفاً على حريةاتهم في التصرف بحوازر الملكية المقدمة لهم.

بالنظر إلى ضرورة مراعاة اصحاب المديير الاستهلاكية والاستثمارية قد يكون منسوغاً أن يترك المتأخذ الجدي للمدير قسمة من حرية التصرف بجزء من حوازر الملكية قبل انقضاء عهده ومعاذرتة الشركة عبر أن ذلك لا يضر من حقيقة أن منطق التعاقد على مطالع الدراع يخلق عليه أن يقدم تفسيراً مقنعاً لما يراه على أرض الواقع من عياب شبه كلي لكل أشكال التقيد فيما يخص حرية التصرف بالخيارات والأسهم المستحقة، وحرية تخصيص الخيارات والأسهم المقيدة عبر المستحقة. وكذلك أيضاً حرية بيع الرصيد القائم من الخيارات والأسهم عند تلقي رزمة جديدة من حوازر الملكية

وبالمقابل فإن عياب القيود على حرية التصرف بحوازر الملكية يسهل تفسيره من اطار سبهازيو سلطة المديرين أن الحرية الواسعة في التصرف بالحوازر عبر البيع المبكر

للخيارات والأسهم من شأنها أن تحقق للمديرين مكاسب مسورة من حيث المرونة في توظيف الأموال والتكاليف التي يتحملها حملة الأسهم من جراء تراجع مستوى الحوافز سادراً ما تطمو على السطح. وفصلاً عن ذلك فإن تصرف المديرين بحوافزهم يحلق بدوره مسوعاً مقملاً لتقديم رزمة جديدة من الخيارات والأسهم المقيدة من أجل مريم ما تقدم من الحوافز. وهذه الحاجة المتجددة الى تقديم مريم من الخيارات والأسهم المقيدة. وإن كانت تخلق زيادة كبيرة في حجم الأعباء المالية المترتبة على حملة الأسهم فهي بالمقابل سحلق زيادة في حجم مكاسب المديرين

في اعتقاد فصائح الشركات التي نالت مند العام 2001 وعلى سوء ما نتج عن تلك الفصائح من موحة سحط بين صموف المسهمين فإن مجالس ادرات الشركات قد أحدث شوجه نحو مريم من قيود جديدة على حرية المديرين في التصرف بحوافز الملكية¹⁵ عدد الشركات التي تفرص على مديريها شرط الملكية أحد اليوم بالترايد (على الرغم من شرط الملكية هذا لا يهمل بالضرورة شرطاً فاعلاً كما رأينا في مثال اميريكان إكسبريس) بعض مجالس الإدارة يتجه الى فرض شرط الاحتفاظ بالأسهم أي أن المجلس يشترط على المدير الاحتفاظ بسبة معينة من الأسهم التي يحصل عليها بصورة من الشركة سواء بصورة مباشرة أو غير استخدام الخيارات. إحدى الشركات. شركة سبرجي. ذهبت الى منع مديريها من بيع الأسهم التي يحصل عليها باستعداد الخيارات المقدمة له (باستثناء حالات خاصة تتعلق بتفعية بعض الأعباء المالية المحددة) قبل انقضاء 90 يوماً على موعد رحيله عن الشركة¹⁶ ولكن الى أن بلغ الصمط الخارجي حداً كبيراً دفع مجالس الإدارة الى وضع بعض القيود على حرية التصرف بحوافز الملكية أمضى المديرون رداً من الرمن مسمنين بحرية واسعة في التصرف بحوافز الملكية كما يحلو لهم والواقع أن معظم الشركات لم تلح إلى اليوم في وضع قيود فاعلة بعد بوصوح من حرية المديرين في التصرف بحوافزهم

حرية المديرين في اختيار توقيت البيع

إذا ما قبلنا بأن التماقت المجدي قد يجبر للمديرين بيع قدر معين من الخيارات والأسهم في مرحلة معينة من زمن المقد. فإن ذلك لا يعني بالضرورة أن تكون لهم حرية التحكم

بالتوقيض الدقيق لعملية البيع. غير أن عقود تعويضات المديرين غالباً ما تعطي هؤلاء حرية واسعة تسمح لهم باختيار لحظة البيع كما يشاؤون. وعندما شترك للمدير حرية التحكم بتوقيض البيع فإنه سيكون قادراً على تحقيق أرباح إضافية على حساب حملة الأسهم غير استثمار المعلومات السرية التي تحصله من داخل الشركة. وعلى سبيل المثال فإن بمقدور المدير أن يبيع أسهمه إذا ما علم من مصادر داخلية أن السعر الزاخر أعلى من القيمة الحقيقية وأنه مرشح للاحتماس.

بموجب قوانين سوق الأوراق المالية الأمريكية لا يحق للمديرين المتأجرة بمادة المعلومات السرية التي يطلعون عليها بحكم مواقعهم في الشركات التي يديرونها. غير أن تلك القوانين لا تمنع المديرين من استخدام ما في جيبهم من معلومات خاصة بهدف تحقيق مزيد من الأرباح عند تداولهم بأسهم شركاتهم¹⁷. إن بمقدور المديرين أن يقوموا بجميع مختلف صفوف المعلومات السرية بعضها إلى بعض. وحتى إذا خلت تلك المعلومات من أي معلومة جريئة تتمتع بأهمية ملموسة تعطيلها صمة المادة من منظور القاسوي فإن معرفة المدير بجميع تلك المعلومات وعلاقتها ببعضها تسمح له بتكوين صورة أكثر شمولية ووضوحاً عن حقيقة الوضع الراهن لشركة

وبالإضافة إلى ذلك فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية أم إي سي، والمسؤولة عن تطبيق القوانين المناظرة لدولات طواقم العمل والإدارة بأسهم الشركات التي يعملون لصالحها لا تملك القدرة محدودة ومتواضعة على تطبيق تلك القوانين. وبذلك فإن تلك الهيئة لا يسعها أن تلاحق إلا الحالات السهلة التي يسهل فيها الوصول إلى الحقيقة - وهي حالات تنصم في العادة لدولات بهم لافتة في صحافتها قام بها مديرون قبل أيام قليلة من الإعلان عن تطورات مهمة لها أثرها على قيمة أسهم الشركة. وبالنسبة فإن بمقدور الكثيرين من المديرين أن يستغلوا ما لديهم من معلومات سرية دون خوف حقيقي من الملاحقة القابلية. وهذا قد يساعد على تفسير الحقيقة الثابتة التي تشير إلى قدرة المديرين على تحقيق أرباح غير عادية - أي أرباح تتوق بوصف معدل الأرباح في السوق - في تداولهم بأسهم شركاتهم¹⁸.

إن حجم الأرباح التي يجنيها المديرون في تداولهم بأسهم الشركات التي يديرونها يعكس حطورة ما يملكون من معلومات سرية عن أوضاع شركاتهم، ولا يتعلق البتة بأدائهم في إدارة تلك الشركات. ومن غير المنطقي الاعتقاد بأن إتاحة المجال أمام المديرين لتحقيق مكاسب من هذا النوع قد يمثل واحداً من السبل الفاعلة لمكافحةهم على حسن الأداء. ومن الطبيعي أن التمتع بقدرة على مطال الدراع قد يتيح للمدير إمكانية بيع قدر معين من الأسهم في العام لأسباب تتعلق باحتياجاته من حيث السيولة والمرونة الاستثمارية - لكن هذا لا يعني بالضرورة أن تترك للمدير حرية اختيار التوقيت لتحقيق لعملية البيع. وبالمهابة فإن معظم الاحتياجات المتعلقة بالسيولة والمرونة الاستثمارية يمكن مراعاتها والتعويض لها سلفاً في وقت مبكر. إن بالإمكان وضع العديد من القيود المظنمة على توقيت عملية البيع دون الإضرار بقدرة المدير على الإبقاء باحتياجاته المشروعة من حيث السيولة أو المرونة في توظيف أمواله.

أحد السيناريوهات الممكنة يكون باشرط أن يتم بيع الأسهم على نحو تدريجي على امتداد مدة محددة ووفق خطة رسمية يتم الاتفاق عليها سلفاً. فالمدير عندما يبيع أسهمه ضمن خطة رسمية من هذا النوع لن يكون يوسمه أن يستغل ما يملكه من معلومات سرية عن الشركة بتلك السهولة¹⁹ وقد أدركت مجالس إدارة الشركات إبعاد ذلك السيناريو وما يحمله بين طياته من مكاسب كاذبة لعملة الأسهم - على أن الأمر لم يدم على هذه الحال إلا ليصبح سموات فضحة. في العام 2000 تبنت هيئة الأوراق والأسواق المالية أس إي سي القاسم 10b5-1 الذي يقدم للمديرين الذين قد وقعوا عسوداً تتضمن خطة رسمية للبيع ملاماً امساً بعضهم من النساء. القانونية إذا ما أرادوا لاحقاً إلغاء العمل بتلك الخطة بناء على معلومات سرية حصلوا عليها في وقت لاحق من داخل الشركة²⁰ ومنذ ذلك الحين راحت الوكالات القانونية تتصح عمالها من المديرين بأن يوقعوا مع شركاتهم ما بات يعرف باسم خطة 10b5-1²¹ عبر أن عدد الشركات التي حرصت على مديريها بالتفصل بيع أسهمهم وفق خطة رسمية متفق عليها سلفاً يكاد يكون معدوماً.

هناك أيضاً حل بديل كان أحد مؤلفي الكتاب قد اقترحه في عمل سابق. وهو يقضي بأن يشترط على المدير إشهار رغبته في البيع قبل مدة من الزم²² عند الالتزام بمبررة هذا الشرط قبل إعلان المدير عن رغبته في بيع قدر من الأسهم يتجاوز المألوف في قيمته

سهيكون بمثابة مؤشر قوي يشير الى احتمال ان يكون قرار المدير مبنيًا على معلومات سرية تشير الى امكانية حدوث تطورات سلبية في الشركة. وهذا من شأنه ان يؤثر سلباً على سعر أسهم الشركة ويضعف بالنتيجة من قدرة المدير على تحقيق المكاسب الإسهامية عبر الاتجار بمعلومات سرية عن الشركة

لم تسمح الإشرقة واحدة - شركة اميريتريد - قد فرصت على مديريها بالتمس شرط الإعلان قبلًا عن بيع البيع - والواقع أنه قد اضطرت الى تطبيق ذلك عدة قصيرة فقط وكنتهجة مباشرة لحالة سخط شديد سادت أوساط المسهمين²³ في أوائل شهر شباط/ فيبر اير 1999 قام عشرة من العاملين في شركة اميريتريد وواحد من اقرباء أحد عناصر طاقم العمل في الشركة ببيع عشرات الآلاف من أسهم الشركة لدى وصول سعر الاسهم إلى دروته وفي اللحظة الأخيرة قبل تمرسه لهبوط حفيف مما جن في ذلك الحين كان على المديرين، بموجب الفقرة 16(8) من قانون الأوراق المالية الصادر عام 1934 أن يعلنوا عن تداولاتهم بأسهم الشركة في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثها وفي شهر آذار/ مارس، غضب انكشاف أمر صفقة البيع التي قام بها اشخاص من داخل طاقم شركة اميريتريد شازت موجة غضب عارمة في أوساط المسهمين بعد ذلك ببضعة أيام وبهدف تهدئة ثورة الغضب بين صفوف المسهمين، أعلنت الشركة أنها ستشترط في المستقبل من جميع افراد طاقمها الإشهار سلفاً عن أي عملية بيع يتورق انقبام بها وسهيكون على المديرين ان يصرحوا سلفاً عن عدد الأسهم التي يحتفظون ليهمها. وقد أوضح ذلك رئيس مجلس إدارة اميريتريد قائلاً: «اعتقد بأن اعتماد سياسة تصم (لعملة الاسهم) العلم السابق برغبة افراد طاقم العمل في بيع اسهم رأس مال الشركة هو ببساطة الإجراء المنظم الذي عليها أن تقوم به» لكن ما أن مر بعض الوقت حتى قامت اميريتريد بالماء العمل بتلك السياسة بكل هدوء وكأن شيئاً لم يكن. وفي الواقع فإننا لم نسمع حتى بحالة واحدة اضطرت فيها بعض أفراد طاقم اميريتريد الى التنصريح سلفاً عن عملية بيع يتورق القيام بها.

من المؤكد ان العديد من الشركات قد اعتمدت مستويات عديدة بنظام «موافد الاتجار» وحظب المعاء بمية تقييد التحقب التي يمكن للمديرين فيها أن يتداولو بأسهم شركاتهم. فقد عمدت شركات عديدة الى خفض عدد التسماح للمديرين بالاتجار بالاسهم في

الأسبوعين أو الثلاثة أسابيع التي تلي مواعيد تحرير الأرباح المصلىة لكن معظم الشركات لم تشأ أن تضع مثل تلك القيود إلا بعد أن قام الكونغرس إنشاء ضمانات القرض الماضي بسن قوانين الاتجار الخاصة بطواقم عمل الشركات، التي جعلت الشركات عرضة للمساءلة القانونية في حال عدم اتخاذها التدابير اللازمة لمنع موظفيها من القيام بتداولات غير مشروعة تقوم على استثمار معلومات سرية حصلوا عليها من داخل الشركة²⁴ والمواقع أن الشركات في محاولتها تقييد مدد السماح لطواقمها بالاتجار بالأسهم إنما كانت تهدف إلى تقليل احتمال تعرضها للمساءلة القانونية من جراء حرق قوانين الاتجار الخاصة بطواقم الشركات من قبل بعض موظفيها²⁵ وبالنسبة فإن دوافع الاتجار و مدد الصفاء تلك لم تكن مصممة بالشكل المطلوب الذي يسهل فهمها في منع المديرين من تحقيق الأرباح غير المشروعة عبر الاتجار بما يقعون عليه من معلومات سرية عن وضع الشركة²⁶ والمديرون الذين يخصصون لقيود من هذا النوع لم يخسروا في الواقع شيئاً من قدرتهم على اختيار توقيت البيع المناسب قبل حالات الهبوط الصعب في سعر الأسهم، الأمر الذي يتيح له فرصة قتادي التمرص لأي حركات جسيمة²⁷

وقد قدمت لنا السنوات الأخيرة أمثلة بالغة الوضوح لمديرين تمكنوا من تحقيق أرباح كبيرة عبر استثمار مبالغهم التي تسمح لهم بالوصول إلى معلومات سرية مهمة. في تحقيق تناولت فيه 25 من كبرى الشركات المسهمة العامة الأمريكية التي تعرضت للإفلاس في المدة الممتدة بين كانون ثاني/يناير 2001 و آب/أغسطس 2002، وجدت هاينشل تايمر أن مديري تلك الشركات قد باعوا ما قيمته 3 مليارات \$ من أسهم شركاتهم أثناء المدة الممتدة بين العام 1999 والعام 2001، التي شهدت هبوطاً مطرداً في قيمة أسهم الشركات من 210 مليار \$ إلى الصفر²⁸. وعلى سبيل المثال فإن عاري وبيلك، المدير العام لشركة غلوبال كروسينغ قد باع ما قيمته أكثر من 700 مليون \$ من أسهم الشركة في السنة التي سبقت وقوع الشركة في الإفلاس. وذلك أثناء مدة دأبت فيها الشركة، ظاهرياً على تسجيل نمو مزيف في عائدات البيع²⁹

كذلك فإن هناك أيضاً الكثير من الأمثلة لعمليات بيع منظمة سبقت حالات هبوط عييف في قيمة رأس المال في شركات لم تنته بها التحاليل إلى إشهار الإفلاس. هناك دراسة نشرت

مجلة فورش في ايلول/سبتمبر 2002 سلطت الضوء على صفقات الاندماج بأسهم الشركات المماثلة التي قام بها مديرون تمديدون في تلك الشركات وتجاوز حجم التداول في الواحدة منها 400 مليون \$ وأعقبها هبوط في قيمة أسهم الشركة الممثلة بما لا يقل عن 75 بالمائة³⁰ وقد أدرجت الدراسة أسماء تلك الشركات مرتبة تبعاً بقيمة مبيعات المديرين في الشركات الخمس والعشرين التي تصدرت القائمة بإع 466 مديراً ما بلغت قيمته الإجمالية 23 مليار \$ من أسهم شركاتهم قبل انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. تخلت كويست كومبيوتر كيشنس موقع الصدارة إذ ساع مديرون عامون في تلك الشركة أسهماً بقيمة تجاوزت ملياري \$ بينما كانت الشركة ماضية في مستوى دجاجاتها المزعومة في تعظيم عائداتها بمدى مددة وجيزة سجلت أسهم كويست هبوطاً عميقاً تجاوز 95 بالمائة والامثلة الأخرى لا تقل فداحة عن حالة شركة كويست. بعض من كبار موظفي شركة جي دي إس يونيفير وكبار المساهمين المسيطرين فيها باعوا ما هاريف قيمته ملياري \$ من أسهم شركتهم مع البوادر الأولى لانهيار قيمة أسهم الشركة. عناصر من طاقم شركة إيه أو ال تايم وورير باعوا ما قيمته 15 مليار \$ من أسهم الشركة قبل تعرض سعر تلك الأسهم لهبوط تجاوزت قيمته 80 بالمائة³¹

تجيب الدراسات أن الأمثلة السابقة لا تمثل حالات فردية بقدر ما تمثل نموداً منهجياً لوضع طويل الأمد قابل للتعميم. كشفت واحدة من الدراسات الحديثة عن أن مديري الشركات العامة الصغيرة غالباً ما يستعدسون حيازاتهم ويبيعون ما يتصل بها من أسهم قبل تراجع سعر تلك الأسهم إلى ما دون سعرها الوسطي في السوق بمددة وجيزة³² وبييت دراسة أخرى أن عناصر طواقم الشركات يبيعون عموماً القدر الأكبر من الأسهم قبل هبوط عائدات شركاتهم³³ كما خلصت دراسة ثالثة إلى نتيجة تقول بأن أصحاب القرار في طواقم عمل الشركات يعمدون في كثير من الاحوال إلى التلاعب بالمعادلات بهدف تأخير ظهور العجز مدة قصيرة يستغلونها لبيع أسهمهم بأسعار مرتفعة³⁴

وعلى الرغم من أن حرية المديرين الواسعة في تحقيق مثل تلك الارباح يصعب تفسيرها من منظور المساومة على مبالغ التعديع، إلا انها لا تمثل لعمراً على الإطلاق إذا ما نظرنا

إليها من منظور سلطة المديرين تلك الأرباح التي يجنيها المديرون عبر الاتجار القائم على استثمار معلومات سرية عن موضوع شركاتهم. التي إنما تأتي في النهاية على حساب حملة الأسهم العاديين. تمثل دحلاً اصطناعياً للمديرين عالياً ما يظل حائضاً عن أعين حملة الأسهم لأن الاعباء المالية المبرية على ذلك لا تظهر في أي من فوائهم المحاسبية أو جداول التوقعات التي تنشرها الشركة بصورة دورية. هذا النوع من الأرباح عالياً ما يتم احماؤه تحت مختلف أشكال الأقفلة باستثناء بعض الحالات الخاصة التي أثارت حجة كبيرة بعد اكتشاف مبيعات ضخمة من الأسهم سبقت بقليل انهياراً عديماً في قيمة أسهم الشركات المعنية

بالمنظر إلى مصلحة المديرين في احماء هذا النوع من التداولات يتضح انه ليس بالمعرب أن تعتمد شركات كثيرة الى الاستفادة من بعد في قانون الأوراق المالية ببيع للشركة حرية تأخير الإعلان عن تداولات طائفتها لمدة تصل الى عام كامل. والأ تكف الشركات عن استثمار ذلك الجهد الا بصور قانون ساريس - أوكلتي الذي اعلق عليها هذا الممعد في العام 2002 قبل دخول هذه الإصلاحات القانونية حيز التنفيذ كانت المقرة 16 (a) من قانون الأوراق المالية للعام 1934 تقرر على المديرين عموماً إشهار تداولاتهم أمام هيئة الأوراق والاسواق المالية إس أي سي في العاشر من الشهر الذي يلي حدوث تلك التداولات. في ظل ذلك النظام عمدت شركات كثيرة إلى إصاح المجال. بل ومهيد الطريق أمام مديريها للجوء الى أشكال أخرى من التداولات مكاهة اقتصادية لعملية البيع لكنها تسمح بالمقابل بالانقفاء على واجب الإشهار اللاحق لدى هيئة الأوراق والاسواق المالية ومن امثلة تلك التداولات استخدام أسهم الشركة بدلاً عن النقد كوسيلة لتسديد القروض التي تقدمها الشركات لمديريها. فيالرغم من أن استخدام الاسهم بدلاً عن النقد يكافئ تماماً من الناحية الاقتصادية قيام المديرين ببيع تلك الاسهم الى المساهمين. فإن هذا النوع من التداولات ليس مشمولاً بأحكام المقرة 16 (a) ولا بموجب الإشهار لدى هيئة الأوراق والاسواق المالية في العاشر من الشهر الذي يلي حدوثه. وكبدل عن ذلك يجب على الشركات إشهار هذا النوع من التداولات انقضاء مدة انقضاء اليوم الخامس والاربعين على انتهاء السنة المالية للشركة³⁵

نشير الدلائل الى أن قيام المديرين ببيع الاسهم عكسياً الى الشركة يعقيه عادة تراجع في قيمة رأس مال الشركة يوفق بوصف وسطي العائدات السالبة لرأس المال على مدى العام أو

العامين التاليين.³⁶ وهذا يتفق تماماً مع الممارسة التي تقول إن المديرين الذين إنما يبيعون بساً على معرفتهم بحدوث تطورات سلبية في الشركة سيسمون ببطيئة الحال إلى إحصاء عملية البيع عبر اللجوء إلى ندوات مستورة من هذا القبيل. كانت شركة تايكو واحدة من الشركات التي سمحت لمديرها باستخدام الأسهم كوسيلة لتسديد العروض بهدف إحصاء بيعهم لأسهم الشركة. قام ديفيس كورنوفسكي، مدير عام شركة تايكو و مارك سوازتر مديرها المالي ببيع ما قيمته 105 مليون \$ من الأسهم إلى الشركة ذاتها في أواخر العام 2000 وأثناء العام 2001 قبل أن يمتنع أمر التجاورات المعاسية المعادة التي ارتكبتها الشركة ويهبط سعر أسهم تايكو إلى الحضيض والمدير بالذكر أن عملية البيع المعكسي للأسهم إلى الشركة قد جرت في وقت كانت فيه كورنوفسكي لا يمل الإعلان عن حرصه على أسهمه التي يادرأ ما اضطر إلى التفریط بشيء منها.³⁷

يسطرة استباقية نجد أن أحكام قانون ساريس - أوكلتي 2002 الصارمة بشأن إشهار ندوات ملوؤهم الشركات سوف تسمى إلى تقليص قدرة الشركات على إحصاء المجال أمام مديرها لتحقيق الأرباح عبر الانجرار بما يضمن عليه من معلومات سرية حول أوضاع شركاتهم. يحرص قانون ساريس - أوكلتي على إندبرين مواهة هيئة الأوراق والأسواق المالية إس أي سي بقرير عن أي عملية انجرار بأسهم شركاتهم قبل انقضاء يوم العمل الثاني التالي لتاريخ إتمامهم تلك العملية.³⁸ كما يقتضي القانون بضرورة حفظ هذه التقارير لمرسلة إلى إس أي سي في ملفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإلكتروني للشركة على شبكة الإنترنت في غضون يوم واحد من تاريخ حفظها إلكترونياً.³⁹ فإذا ما كانت عملية التداول مثيرة للشبهات بسبب ضخامة قيمتها أو لأي سبب آخر فإن السوق سوف تحصى الشركة تلقائياً بمريد من النصحيص والتدقيق وسوف يحصى من تقديره القيمة أسهم رأس مال تلك الشركة وهذه الآلية لا صبطت سعر أسهم الشركة من شأنها أن تقلص بدورها حجم الأرباح التي يمكن للمديرين أن يحققوها في أي عملية بيع لاحقة ولكن بالمقابل فإن بمقدور المديرين إذا ما علموا بتطورات سلبية قد تعصف بالشركة أن يعملوا على بيع ما يريدون بيعه من الأسهم أثناء يوم واحد أو يومين متعاقبين بعدها فإن التغير الذي سيطرأ على سعر الأسهم في اليوم الثالث بعد أن يكون السوق قد اطلع على ندوات المدير سوف

يأتي متأخراً ولن يكون له أي أثر على الأرباح التي جماعها المديرين من اتجارهم بمعلومات سرية عن أوضاع الشركة. ومن هنا فإن أحكام الإشهار الصارمة التي يمس عليها قانون ساربنس أوكسلي لن تضمن تقييد أرباح الاتجار عبر المشروع بالمعلومات السرية إلا إذا اضرت بتقييد حرية المديرين في بيع ما يربحون بعه من الأسهم قبل حلول الموعد القانوني لإشهار عملية البيع⁴⁰

يبد أن اهتماما الرئيس لا يتركز هنا على تقويم قدرة المديرين على الاستمرار في تحقيق الأرباح عبر الاتجار بمعلوماتهم السرية. وإنما يصب بالدرجة الأولى على تقويم ترتيبات تمويلات المديرين، والحكم فيما إذا كانت تلك الترتيبات تكسب بالفعل منطق المتعاقد على مطالب الدراع. وبالتالي على هذا العرص فإن سلطة الفصل تكسب في أن مجالس إدارة الشركات لم تبدل من تصفاء نفسها أي جهد حصفي من شأنه أن يسهم في الحد من قدرة المديرين على الاستفادة من احتياز التوقيت المناسب والتدقيق لعملية البيع. فمجالس الإدارة لم تقرر على المديرين الالتزام ببيع أسهمهم وفق جدول زمني متفق عليه سلفاً ولا الالتزام بالإعلان عن عملية البيع المزمعة قبل حدوثها (أو حتى مباشرة بعد انتمائها) والواقع أن العديد من الشركات قد اتعدت تدابير فاعلة من أجل تأخير إشهار تداولات طواقمها أطول وقت ممكن.

دوافع شاذة

ناقشنا فيما تقدم كيف أن حرية المديرين في استخدام الحيازات وبيع الأسهم قد قدمت لهم مكاسب شخصية بينما شُكك في معظم الأحوال في تقوية حوافزهم على العمل لما فيه مصلحة حملة الأسهم. والواقع أن تلك الحرية قد خلقت لدى المديرين أيضاً دوافع شاذة⁴¹

إن المديرين الذين يتمتعون بصرية التصرف بالحيازات والأسهم ممرصون للاستيق وراء دوافع غير فويعة نحدو بهم إلى العمل على تحقيق ارتفاع في سعر أسهم الشركة على المدى القريب وذلك عبر قيادة الشركة في اتجاهات تقضي إلى نجاحات قصيرة الأجل على حساب تراجع قيمة رأس مال الشركة على المدى البعيد. كما إنهم قد يسعون أيضاً إلى ترويج صورة مجتله مبالغ فيها لنجاحات الشركة على المدى المنظور وكذلك أيضاً لتطلعات وأمال

الشركة على المدى البعيد. وفصلًا عن ذلك فإنهم قد يستثمرون دوافع لاحتياز مشروعات أقل وصوحاً وشفافية أو لتعدد من شفاعية المشروعات القائمة. ذلك أن عياب الشفافية يمكنهم من تحقيق مزيد من الفائدة في استثمار حريتهم في التصرف سريعاً بما يمكنهم من أسهم عندما تحين الفرصة المناسبة. والاعباء المالية التي تلحق بعملية الأسهم من جراء تلك السياسات المشوهة قد تتجاوز إلى حد بعيد حجم مختلف المكاسب (المقدية والعينية) التي يمكن أن يحصل عليها المديرون بعض حريتهم في التصرف بما يمكنهم من خيارات وأسهم كما يشاؤون.

عما ليد اليوم كم متر ايد من اعمال البحث التجريبي التي ندعم وجهة النظر التي تقول ان اعطاء المديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم قد خلق لديهم دوافع غير مرغوب بها لا تنصب في مصلحة الشركة. تشير نتائج العديد من الدراسات إلى أن المديرين الذين ترتبط تمويضاتهم بأسعار الأسهم ارتباطاً أكثر صراحة هم أقل أكثر ميلاً إلى التلاعب بهيئات الأرباح⁴² كذلك فإن الدلائل التجريبية تشير أيضاً إلى أن المديرين كثيراً ما ينورطون في أعمال الغش وتروير الأرباح بهدف بيع ما يملكون من أسهم بسعر أعلى.

وجد ميسود بينش أن مديري الشركات التي سجلت فيها حالات مبالغة في تقدير الأرباح قد باعوا أسهمهم بأسعار مرتفعة قبل أن تتكشف الأخطاء المرتكبة في حسابات الأرباح ويصار إلى تصحيحها⁴³ كذلك فقد وجد سكوت سامر من و جون سويي أن الشركات التي ارتكبت فيها أخطاء متعمدة في حسابات الموائد بدافع الغش تشترك جميعها بارتفاع لافت في معدل المبيعات التي قام بها طواقمها مقاساً بعدد التداولات. أو عدد الأسهم البيمة. أو القيمة النقدية للأسهم البيمة⁴⁴ شى جونس و هارلي ريان و يسوع نيل وجنوا أن مديري الشركات التي ارتكبت أعمال غش وتروير قد استخدموا وسطياً سبباً من خباياهم المستحقة تمويل بوصف النسبة الوسطية للخيارات المستخدمة من قبل المديرين الآخرين⁴⁵ هذا التفسير من الدلائل يبين بوصف أن المشكلة الحقيقية التي تنتج تلك الدوافع الشاذة هو ارتكاب أعمال الغش والتروير لا تكس في مسأله امتلاك المديرين للخيارات والأسهم بعد ذاتها. وإنما في عطائهم حرية واسعة للتصرف سريعاً ودون سابق اندار بتلك الخيارات والأسهم.

وأخيراً فإن هناك دلائل على أن حرية المديرين في التصرف بما يملكون من أسهم قد اضرت لديهم الحافز على اتباع سياسات مالية من شأنها أن تخصص من قيمة رأس المال المسهم وتضر بمصلحة المسهمين. مبرل إريكسون و ميشيل هانسون وإدوارد ميديو قاموا بإجراء دراسة حول الشركات التي اضطرت إلى تدقيق وتصحيح بياناتها المالية على ضوء ملاحظات هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي حول وجود حالات غش في الحسابات وذلك أثناء الفترة من 1996 إلى 2002 وقد وجد هؤلاء أن تلك الشركات قد دفعت مجتمعة ضرائب إضافية تقوى بمقدار 320 مليون \$ بحجم التزاماتهم الضريبية الحقيقية - فقط لأن مدبري تلك الشركات قد تمسكوا بتصميم الموائد بقيمة إجمالية بلغت 3.36 مليار \$ الأمر الذي أتاح لهم فرصة بيع مخروهم من الأسهم بأسعار أكثر ارتفاعاً⁴⁶

مستقبلاً سوف يسهم قانون ساربنس - أوكسلي على نحو فاعل في تقليص حجم حوافز المديرين نحو تحقيق زيادات قصيرة الأجل في أسعار أسهم شركاتهم. فضلاً عن دوره في زيادة صمودية التلاعب في التقارير والبيانات المالية. يعمل هذا القانون أيضاً على الحد من قدرة المديرين على تحقيق أرباح حقيقية عبر محاولات التلاعب تلك بموجب قانون ساربنس - أوكسلي يجب على المدير العام وكذلك أيضاً على المدير المالي للشركة التي يطلب منها تصحيح بياناتها المالية ضمن ظروف معينة أن يعمدا إلى حساب الشركة جميع ما قد حصل عليه أثناء الاتقي عشر شهراً التالية لتاريخ التوثيق الإلكتروني للبيان المالي المطلوب من مكافآت أو حوافز أخرى أو تمويلات على أساس حقوق الملكية. وكذلك أيضاً جميع الأرباح التي قد جماعها واحد من بيع الأسهم أثناء تلك المدة⁴⁷ غير أن ما يثير الانتباه هنا هو أن مجالس إدارة الشركات لم يسبق أن حاولت فرض شروط كهذه من تلقاء نفسها وبديهي أن يعتقد المرء بأن التعاقب على مطالال الدواغ يقضي بالآبثرك مجالس الإدارة للمدير الفرصة لتحقيق أي مكاسب من ارتفاع قصير الأجل في سعر الأسهم ولا سيما إذا ما تبين أن ذلك الارتفاع قد نتج عن بيانات مالية معطوبة.

الجزء

الرابع

⋮

مقدم

إلى الأمام

15 تطوير تعويضات المديرين

أحدى كبرى مشكلات البلاد اليوم، التي مازالت حتى الآن دون حل، هي مسألة تعويضات المديرين وألية تحديد تلك التعويضات.

لهم! س. اى. سي. وثيام جودانسوي. 2003

الترتيبات الحالية لتعويضات المديرين تمتد بوضوح كما رأينا فيما تقدم عما يقتضيه اتفاقنا مع مطالب الدرع. دعونا الآن نتقل الى البحث في اثار وامكاسات ما أوردناه من تحليل على صعيد الدراسة والتطبيق العملي والمحكم الماعل فيما يتعلق بتعويضات لمديرين على وجه الخصوص - وحوكمة شركات على نحو أكثر عمومية. ما الذي يمكن فعله من اجل تطوير تعويضات المديرين وحسن مجالس ادارة الشركات على خدمة مصالح لمساهمي؟

علينا ان نوضح منذ البداية أن الهدف الرئيس الذي يسعى اليه هذا الكتاب لا يكمن في تقديم خطة اصلاح تفصيلية - بما تجسده مجانبنا بالدرجة الأولى في تطوير فهم جديد لما عني بتعويضات المديرين من مشكلات وعقبات. غير أننا نود في المصطلح «مخاطمين من هذا الكتاب أن نستعرض بعضاً من اهم الآثار العملية لما أوردناه في المصطلح السابقة من تحليل

إن مشكلات تعويضات المديرين إنما تنبثق بظهورها عن مشكلة جدرية على صعيد حوكمة الشركات. إن العواجل التي تدفع مجلس الإدارة في الحاضر على تعظيم قيمة رأس المال لمساهمي لا تملك اليوم من القوة ما يسمح لها عموماً بالتصديق على مختلف العواجل الأخرى التي تدفع بأعضاء المجلس الى محاربة زملائهم المديرين التمهدين. من هنا فإن مشكلات تعويضات المديرين لا يمكن أن تحل على نحو جذري الا عبر تبني اصلاحات من شأنها ان

تضع مجالس الإدارة أمام رزمة جديدة من الحوافز والقيود سواء تناقش هذا النوع من الإصلاحات في الفصل القادم. أما هنا فمؤد أن مبدأ أولاً باستعراض بعض من وسائل العلاج الجبرئية التي يمكن الاستعانة بها بالدرجة الأولى لمعالجة مسألة تمويليات المديرين

الأجر على قدر الأداء

إن الترميمات المصممة بعناية من شأنها أن ترود المديرين بحوافز مجدبة اقتصادياً تدفعهم إلى تعظيم قيمة رأس المال بما يقدم مصالح حملة الأسهم. ولكن يا للأسف فإن الوعود المنتظرة من ترتيبات الترميمات المجدبة ثم تفلح إلى اليوم في التحول إلى واقع حقيقي. وحري بالمستثمرين في اختبارهم تمويليات المديرين أن يظفروا بعين الثقل إلى الترتيبات التي تعجز عن ربط الأجر بالأداء. ولأن يشجعوا بالاقبال الترتيبات التي تفلح في تحقيق توازن إيجابي بين الأجر والأداء.

ما هي السياسات العملية التي يبيمي على المستثمرين دعمها؟ وما هي السياسة التي يبيمي عليهم ممارستها؟ كما رأينا فهما تقدم من فصول الكتاب فإن الترتيبات السادة فهما يخص تمويليات المديرين عاجزة عن أن تخلق لدى هؤلاء حوافز حقيقة مجدبة اقتصادية تدفع بهم إلى العمل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم. إن الجرة من تمويليات المديرين الذي يتناسب حقاً مع أدائهم أصغر جداً مما يمتد الكثيرون. فالقدر الأكبر من الترميمات، سواء للتمويليات القائمة على حقوق الملكية أو تلك القائمة على غير حقوق الملكية. يقدم للمديرين مكاسب مستقلة تماماً عن أدائهم. الأمر الذي يساهم في تشييط الحوافز أو تشويهاها لقد تعرفنا في هذا الكتاب إلى العديد من أوجه عجز الترتيبات الحالية عن تحقيق الغرض المرجو منها ولمسا العديد من الجوانب التي تقتضي الإصلاح والتطوير وإيماناً في الإيضاح دعونا نستعرض فيما يلي بعضاً من التمهيرات المهمة التي يبيمي على المستثمرين العمل على دعمها إذا ما أرادوا رفع سوية حوافز المديرين التي نحثهم على تحسين أدائهم

تقلص دور ثمار المصادفة في برامج الترميمات القائمة على أساس حقوق الملكية يبيمي على المستثمرين أن يدعوا من برامج الترميمات القائمة على أساس حقوق الملكية تلك التي تهتم بإجراء فترة كلية أو على الأقل جبرئية للارتقاعات التي تشهد أسعار

الأسهم بمعدل تطور عام طرأ على السوق أو بعمل الحركة الطهيانية لحقل العمل المعني. إن فلترة لمار المصادفة تلك من شأنها أن تضمن تحقيق القدر ذاته من الحوارات بكلفة أقل أو بالأحرى تحقيق قدر أكبر من الحوارات بالكلفة ذاتها. كذلك ينبغي على المستثمرين أن يدركوا أيضاً أن الانتقال إلى برامج التحويلات القائمة على الأسهم المقيدة والذي من شأنه أن يعطي عامل المصادفة دوراً أكبر من دوره في حالة بحيارات التقليدية لا يجب بالضرورة في مصلحة حملة الأسهم.

على المستثمرين أن يمارسوا الضغط على مجالس الإدارة من أجل تبني برامج (تلك التي ناقشناها في الفصل 11) تسمح بالتحكم بأسعار استخدام الحيازات بالشكل الذي يضمن فلترة آثار التطورات ذات الطابع العام على صعيد السوق أو على صعيد الحقل المعني. وبالمثل، لا يمكن التحكم بأسعار استخدام الحيازات على نحو يضمن إحترام مكاسب المديرين من ارتفاع أسعار الأسهم إلى مقدار زيادة ارتفاع أسعار أسهم شركاتهم عن الارتفاع الذي سجلته أسهم الشركات الأصعب أداء على مستوى السوق أثناء الفترة ذاتها.

لوثيق الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية وبين الأداء لدى تقويم درجة ارتباط تعويضات المديرين بأدائهم ينبغي على المستثمرين أن يحرصوا على التحقق جيداً مما إذا المكافآت الاستثنائية التي تصرفها شركاتهم للمديرين مقترنة فعلاً بالأداء المتميز أم لا. الأمر لا يتعدى الاقتصار بالاسم فقط. عليهم أن يتعاملوا بعدد مع مجالس الإدارة التي تصر على للمديرين مكافآت استثنائية عن أعمال عادية كمسألة هم واحدة من الشركات الأخرى وما إلى ذلك من الأعمال التقليدية التي ليس فيها ما يبرز تقديم أي حوارات إضافية.

وكجزء من الجهد الرامي إلى تقوية الرابط بين برامج المكافآت الاستثنائية والأداء، ينبغي على المستثمرين العمل على معارضة برامج المكافآت الاستثنائية التي تتضمن تحويل مجالس الإدارة مريداً من الصلاحيات. لا شك أن الصلاحيات الإضافية ههنا يخصص صرف المكافآت الاستثنائية قد تكون عاملاً إيجابياً إذا ما وصفت في يد مجلس إدارة لا هم له إلا خدمة مصالح حملة الأسهم. لكنها بالمقابل قد تعطي نتائج عكسية إذا ما وصفت في يد مجلس إدارة يعمل وفق لمآهز السائدة اليوم التي لا تعطي مصالح حملة الأسهم بالضرورة الأولوية التي تستحقها.

تجهيد وصبط التصرف بحوافر الملكية. يبغي على المستثمرين السعي لتجهيد حرية المديرين الواسعة في التصرف بما تقدمه لهم برامج التمويل من حوافر قائمة على حقوق الملكية. قد يكون من المفيد هنا سمان الفصل بين استحقاق الحيازات من جهة واستخدام تلك الحيازات من جهة أخرى. فوجود مثل هذا الفصل يضيء أن الحيازات التي انتقلت ملكيتها وأصبحت ملكاً للمديرين (بمعنى أن الأسهم المنسقة باستخدام تلك الحيازات قد أصبحت ملكاً للمديرين) سوف تبقى في أيدي أولئك المديرين لمدة من الزمن وسوف تستمر أثناء تلك المدة في تزويدهم بحوافر ملموسة للعمل على تنظيم قيمة رأس المال المسهم. وللعلولة دون التقاف المديرين على فساد التصرف بالحيازات يبغي معهم كلاً من استخدام أي من أساليب التخصيص كالمقايضات والتشابكات أو التداولات الثانوية التي من شأنها أن تقلل من درجة تأثير مصالحهم الشخصية بما قد تتمرص له أسعار أسهم الشركة من تقلبات.

وبالإضافة إلى ذلك يبغي أن يحرص على المديرين - كما سبق أن اقترح أحد مؤلفي الكتاب قبل مدة من الزمن - حين تمنحهم بكامل حقوقهم في بيع أسهمهم شرطاً ملزماً يقضي بالإعلان سلفاً عن رغبتهم بالبيع. وفي ذلك الإشهار السابق يجب على المدير تقديم معلومات تفصيلية عن عملية الاتجار المزمع إجراؤها بما في ذلك عدد الأسهم المراد بيعها¹⁴ إن تهيئ وتنظيم التصرف بحوافر الملكية من شأنه أن يقلص قدرة المديرين على تحقيق المكاسب من ارتفاع قصير الأجل في السعر لا يمكن حقيقته واقع الشركة على المدى البعيد. وإن وجد بذلك من النواحي الشاذة التي أنها على ما افترضنا في الفصل 14

تضييق أفاق السقوط للعطية الامن في حالة الإحراق يبغي على المستثمرين الانتباه إلى مخاطر السياسات والترتيبات التي تترك هامشاً لكافة المديرين على إحباطاتهم. إن سياسات من هذا النوع من شأنها أن تضعف دوافع العمل على تنظيم قيمة رأس المال المسهم - وأن تضعف بذلك حوافر تنظيم القيمة التي تعمل بعض العناصر الأخرى في رزمة التمويل على ضمانها. كذلك فإن على المستثمرين أن يدققوا جيداً في أحكام إنهاء خدمة المديرين التي قد تخفي بين طياتها تمويلات سخية عليهم أن يتأكدوا من أن أحكام المعط لا تفرص عليهم دفع تمويلات سخية لمدير بمادر الشركة وقد حلف وراءه سجلاً حافلاً

بالإحصائيات. كذلك يجب أن يمارسوا بصلابة ما يأت بمرح برزمة «مع السلامة» الذهبية للمديرين المعادين التي تتضمن عطاءات مجانية خارج نطاق التعويضات المسحقة المصنوع عليها في العقد.

التدقيق في حجم التعويضات المستقلة من الأداء ينبغي على المستثمرين العمل على تقدير الحجم التقريبي لجعل ما تقدمه الشركة لمديريها من تعويضات غير متعلقة بالأداء وعليهم أن يراعوا في ذلك مختلف الاشكال المستورة للتعويضات المستقلة عن الاداء التي أيسا على مناقشتها في فصل سابق (كالكاسب التقاعدية على سبيل المثال) وبعد الوصول الى عيه تقديرية لإجمالي التعويضات المستقلة عن الاداء ينبغي البحث في امكانيات تحسين قيمة رأس المال المسهم عبر تحرير حساسية إجمالي التعويضات لمستوى الأداء.

ومن الضروري أن يأخذ المستثمرون في الحسبان، لدى التدقيق في ترميزات التعويضات التي يصدّق عليها مجلس الإدارة، حدودهم الذاتية من جهة والحدود التي تحكم عمل مجلس الإدارة من جهة أخرى. وبالنظر الى العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة الى محايبة المديرين يمكن القول إن من غير الحكمة أن يمتد المستثمرون بوجوب تطابق خيارات مجلس الإدارة فيما يخص تعويضات المديرين مع الخيارات الامثل وفق منظور حملة الاسهم أنفسهم. وفي الوقت ذاته وبالرغم من أنه من حق حملة الاسهم أن يحاولوا التأثير في بحلول المريضة لتزنيات وحطط التعويضات وأهم مدعوون الى تمثيل حقهم في ذلك، فإن عليهم أن يوا جدأ حقيقة أنهم يمتقرون الى لمعلومات التمهيلية المتعلقة بعمل الشركة وأهمهم ليسوا في الموقع الذي يسمح لهم بالتحكم الحقيقي بتفاصيل أحكام ترتيبات التعويضات. يجب أن تتعاون هاتان الرقبتان المتصاربتان معاً على رسم الحدود التي يبغي على المستثمرين التزمها في محاولتهم إعادة تدقيق الحيازات التي اتخذها مجلس الإدارة وكذلك أيضاً في ابتعادهم لتلك الخيارات (إذا ما اقتضى الأمر).

تقرير الشفافية

سوف يبين في الفصل القادم ضرورة اجراء اصلاحات نؤدي الى زيادة نفوذ حملة الاسهم لكن هذا لا يعني على الإطلاق ان يعتبر نفوذ حملة الاسهم الحالي معبواً أو شبه

معصوم، فالمسهمون لديهم اليوم قدرة على التأثير في صنع القرار وهذه القدرة تعمل دور أدنى شك واحداً من أهم أسباب الاهتمام الكبير الذي تحظى به موجات المسخط التي قد نصف بأوساط المسهمين من وقت لآخر وكلما كانت معرفة الأوساط العامة (خارج حدود طاقم الشركة) بأحكام ترتيبات التمويلات أكبر كانت قوة موجة المسخط أكبر وأعظم. ولذلك فإن زيادة شفافية ترتيبات التمويلات تمثل تطوراً إيجابياً ومرغوباً

إن خبراء الاقتصاد المالي لم يولوا مسألة الشفافية الاهتمام الكافي لاتهم ركزوا في الغالب على أثر الانكشاف في تسهيل الوصول إلى معلومات قد تؤثر على سعر أو بأحر في تحديد قيمة أسهم الشركة في السوق. فالكثيرون يعتقدون أن انكشاف المعلومات قد ينعكس سلباً على أسعار الأسهم حال وقوع تلك المعلومات في أيدي بعض المحترفين من كبار السوق القادرين على تحليلها وتوظيفها لخدمة مصالحهم.

فيما يخص تمويلات المديرين هنالك بظبيعة الحال درجة لا بأس بها من الانكشاف. فأحكام هيئة الأوراق والأسواق المالية أس إي سي تدرج الشركات. كما سبق أن أوضحنا في فصل سابق. ياشهار جميع التفاصيل المتعلقة بتمويلات المدير العام والمديرين الأربعة التاليين الذين يأتون بعده مباشرة من حيث حجم التمويلات التي يتقاضونها² غير أن من المهم هنا من وجهة نظرنا أن نمرر بوضوح بين مفهوم الإشهار ومفهوم الشفافية والشفافية هي ما يبيمي إيلاؤه قدرأ أكبر من الاهتمام

إن الهدف الحقيقي وراء فرض إشهار تمويلات المديرين ليس المساعدة على التقدير الدقيق لسعر ما تطرحه الشركة من أوراق مالية. وإنما اضحاح الجلال لشيء من الرقابة على الترتيبات التي قد يبلغ هيبا تقدمه للمديرين من مكاسب. وهذا الهدف لا يحقق عبر تقديم المعلومة إلا قالب يجعلها مفهومة فقط بالنسبة لفئة قليلة من محترفي السوق. ومهمة تماماً بالنسبة للآخرين.

إن قدرة مصممي الحطط والترتيبات على معاياة المديرين تتوقف إلى حد بعيد على طبيعة النظرة التي يحض بها جمهور المستثمرين والمراقبين الخارجيين المعصين تلك الترتيبات. بدافع من قوى السوق وحركية المجتمع يسدي المديرون ومجالس الإدارة قدرأ لا

بأسس به من الحساسية والاهتمام حيال الاستكثار المحتمل من قبل المستثمرين المؤسسيين وغيرهم من الكتل المرجعية كالصحافة الاقتصادية على سبيل المثال وقد أوصحننا سابقاً أن مهندسي الترميمات غالباً ما يسمون إلى الأبقاء على حجم الترميمات أو درجة استقلالها عن الأداء تحت عطاء من المشاورة. إذا ما أردنا للإشهار أن يمارس دوراً فاعلاً في تقييم حجم الترميمات، فإن من الضروري أن نضمن أيضاً المعلومة التي يتم إشهارها إلى قاعدة واسعة تتجاوز بوضوح حدود فئات معترفي السوق وتجار الأسهم ومن ناحية أخرى فإن المعطيات الخام المعبأة في جوف جبل من البيانات التقنية ليست كافية على الإطلاق. ذلك أن مستوى إبراز المعلومة وكذلك درجة شفافتها يمثلان عاملين مهمين فيما يخص فعالية الإشهار

لذلك فإن الجهات المسؤولة والأطراف الراعية لمشروعات إصلاح حوكمة الشركات مدعوة إلى العمل على ضمان أصعاء مزيد من الشفافية على ترتيبات الترميمات والسعي إلى الحفاظ على انشافية سمة دائمة لا تقارن تلك الترتيبات ومن المميد هذا استمرار بعض من التدابير المعطلة التي من شأنها أن تسهم في ترميز الشفافية

احتساب قيمة الحيازات في المهرمية. ينبغي مراعاة الحيازات المقدمة لموظفي الشركة في حساب المهرمية وكما سبق أن ناقشنا في المصل 12 فإن هيئة مقاييس الحسابات المالية اف إيه إس بي، التي تمعنت في للعام الماضي لصمومة كبيرة من قبل المديرين حالت دون فرض مراعاة الحيازات في حساب المهرمية. من المرجح أن يتأدر قريباً إلى اتخاذ التدابير اللازمة لفرض احتساب الحيازات. كذلك فإن الكومرس هاكف على دراسة مشروع قانون من شأنه أن يلزم الشركات باحتساب الحيازات المقدمة للمديرين الخمسة ذوي الأجور الأعلى في كل شركة (لكنه يسمح بالمقابل بعدم احتساب الحيازات المقدمة لباقي الموظفين)

يعد احتساب الحيازات من وجهة نظر العمل المحاسبي أمراً مهماً لأنه يساعد على الوصول إلى صورة أكثر دقة للوضع المالي للشركة. وهما يخص الأهداف التي تستعود اهتماماً في هذا الكتاب فإن احتساب قيمة حيازات المديرين أمر إيجابي يعود بالعائدة على الشركة لأنه يجعل الإنفاق المترتب على تلك الحيازات أكثر وضوحاً في أعين المستثمرين على المدى البعيد

إن تنظيم احتساب الخيارات المتضمنة في خطط الحوافز من شأنه أن يحد أيضاً من هامش الحرية في التقبل بين أنماط الخيارات المتضمنة، ومن شأنه أيضاً أن يبطل الحجة الرئيسية التي يعلها اليها المديرون للاعتناء على الخيارات مدفوعة عامل المصادفة. حقيقة أن الخيارات مدفوعة عامل المصادفة توجب الاحتساب خلافاً للخيارات الاعتيادية ما زالت ومدد زمن طويل تقدم مسوغاً مقنعاً لترجيح كافة الخيارات التقليدية وتكون بذلك الفرصة لعقبة الأرباح الفاجعة من تطورات عامة على مستوى السوق أو حظر العمل المضي.

ذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب مختلف أشكال التحويلات. يبيح إقرار الشركات بذكر القيمة النقدية المكافئة بجانب كل من أنماط التحويلات المتضمنة التي تقدمها لمديريها وتضمن تلك القيمة النقدية في جداول التحويلات التي تنشرها الشركة في إعلاناتها لقد احتفظت الشركات لنفسها بهامش من الحرية يتيح لها معاملة مديريها بمطامح متغيرة تأخذ شكل «تحويلات مستورة» كما هو الحال في نوعين التنازل، والتحويلات المؤجلة، وما قد يمتد التنازل من هدايا أو عقود استشارية وباترغم من أن بعض تفاصيل تلك التحويلات قد ظهرت للعيان في ملفات هذه الشركة أو تلك لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية لم يطلب من الشركات المتنية بيان القيمة النقدية المكافئة وتصميمها في البيانات المالية. بل إن الشركات لم تقم بإدخال تلك المكاسب التي قدمتها لمديريها حتى إلى قواعد البيانات الاعتيادية التي يستند اليها خبراء الاقتصاد المالي في دراساتهم المتصلة بتحويلات المديرين.

ومن وجهة نظرها قبل من الضروري أن تقوم الشركات بتبليغ القيمة المالية لكل من المكاسب التي تقدمها لمديريها أو تعدهم بها، وأن تضمن تلك القيمة في جداول التحويلات للعام الذي يصبح فيه المدير محولاً للإفادة من تلك المكاسب. وهكذا فإن جداول التحويلات ينبغي أن تتضمن على سبيل المثال الرائدة التي قد تطرأ أثناء العام على القيمة المتوقعة لتحويلات التنازل الذي وعدت به الشركة مديريها وبالإضافة إلى ذلك قد يكون من المفيد أيضاً مطالبة الشركات بتبليغ القيمة النقدية لمختلف المكاسب الضريبية التي قد يحصل عليها المدير على حساب الشركة (كما في حالة التحويلات المؤجلة على سبيل المثال) - ويتضمن تلك القيمة في تقرير رسمي.

هذه التقديرات من شأنها أن تقدم لحملة الأسهم صورة أكثر دقة ووضوحاً لإجمالي التوقعات المقدمة للمديرين كما أن من شأنها أيضاً أن تساعد على التخلص من الشكوك التي كثيراً ما تحدث من جراء لجوء الشركة إلى توجيه أنماط معينة من التوقعات لجرد أنها أكثر قدرة على التخصي وليس لكونها أكثر فاعلية من سواها

تنبأ القيمة النقدية لإجمالي التوقعات على اختلاف مصادرها عبر اعتماد أشكال عديدة ومتنوعة لأجور المديرين وعدم ذكر القيمة النقدية ليمص التوقعات. تحاول الشركات إحصاء القيمة الحقيقية لإجمالي ما تقدمه لمديرها من أجور وتوقعات عن أعمال المستثمرين والمساهمين. يسمي مطالبة الشركات بأن تبيّن بوضوح ضمن القسم المخصص لتوقعات المديرين في ملفاتها، القيمة الإجمالية للتوقعات المقدمة لكل مدير من مديري الدرجة الممتازة على مدى العام وكذلك أيضاً إجمالي ما حصل عليه المدير منذ قدومه إلى الشركة وحتى تاريخه

الأجر والاداء قد يكون من الصعب مطالبة الشركات بأن تعلق لحملة الأسهم بكل شفافية عن حجم الأرباح التي جناها مديروها من الخبرات المقدمة لهم. وكذلك أيضاً عن حجم الجهد من تلك الأرباح الذي جاء بعمل تطورات عامة على مستوى السوق أو على مستوى حقل العمل المعني. وقد يمكن تحقيقه عبر السرم الشركات بحساب حجم الأرباح التي جناها مديروها عبر استخدام الخبرات المقدمة لهم (أو عبر انتقال ملكية الأسهم لمقيدة المقدمة لهم في حالة التوقعات على أساس الأسهم المقيدة) والإعلان عن تلك الأرباح وكذلك أيضاً عن نسبة الريادة الفعلية (إن وجدت) التي سجلتها عوائد الشركة بالمقارنة مع نظيراتها في حقل العمل المعني. إن إعلان الشركة مثل تلك الحقائق والمعطيات من شأنه أن يظهر بمريد من الشفافية إلى أي حد قد نجحت خطط الحوافز القائمة على أساس حقوق الملكية في تجسيد سياسة مكافأة المديرين على قدر ما قدموه من اداء.

التصرف بالخبرات والأسهم يسمي الرام الشركات بإعلام حملة الأسهم بكل شفافية وبصورة دورية عن نسبة ما قد تصرف به المديرون الحصة الاعطى على مستوى الشركة من حوافز الملكية المقدمة لهم كجزء من توقعاتهم. صحيح أن الباحث المهتم أن يشي عليه الحصول على تلك المعلومات عبر تصفح أكوام التقارير المتعلقة بتداولات المديرين

والمحفوظة بالتساوي مع هيئة الأوراق والأسواق المالية أم إن سي، لكن الرام الشركات بتتبع تلك المعلومات وتقديمها في تقارير خاصة من شأنه أن يسهل على المستثمرين استيعاب الحد الذي يلمه المديرين في استثمارهم الفعلي لا يملكون من حرية التصرف بموافر الملكية المقدمة لهم.

من الطبيعي أن مهندسي خطط التمويلات لن يقدموا الوسيلة لابتداع أساليب جديدة تنهد إلى التمويلات، أو إلى حساسية التمويلات للاداء، بعضاً مما قد تقدره من الضمانية والموصى. لذلك فإن من الضروري الاهتمام بتحديث ترتيبات الإشهار في مواكبة دائمة لتطور السياسات والممارسات العملية الحديثة (ووسائل التمويل الجديدة) حرصاً على صلب استمرار الشماعية.

الإجراءات المفروضة على لجان التمويلات

لا شك أن قائمة التعليمات التي تتبعها هيئة الأوراق والأسواق المالية أحياناً وفرضت على لجان التمويلات الالتزام بها في قيد في أعضاء طابع الترتيب على أليات العمل التي تتبعها تلك اللجان لتحديد تمويلات المديرين بموجب تعليمات سوق نيويورك للأوراق المالية يجب أن يكون لدى لجنة التمويلات في كل شركة ميثاق مكتوب يتضمن القواعد الناظمة لعمل اللجنة³ والجهة ملزمة بتلخيص أهداف الشركة التي تبرز التمويلات المقدمة للمدير العام والمصادقة على تلك الأهداف. كما أنها ملزمة أيضاً بإعداد تقرير حول تمويلات المديرين وتصميمه في بيان التوكيل السنوي أو في التقرير السنوي لاداء الشركة. وقد دأب المستثمرون المؤسساتيون منذ مدة من الزمن على الإلحاح في مطالبة الشركات باتتباع تعليمات من هذا القبيل⁴.

لا شك في أن الرام لجان التمويلات اتباع خطوات معددة هو أمر إيجابي. لكننا لا نعتقد بأنه قادر على تحقيق فوائد ملموسة من الناحية العملية من الطبيعي أن تلك التعليمات الملزمة قد تجبر أعضاء اللجان على إبقاء مسألة تمويلات المديرين درجة من العناية والاهتمام تفوق بوصوح ما كانت عليه حالهم في الماضي. وبالنسبة لمجلس إدارة يركز اهتمامه على رعاية مصالح حملة الأسهم وحسب، فإن وجوب الالتزام باتتباع خطوات معددة وتقديم التقارير التي مواكب سير العمل من شأنه أن يعني العمل بمزيد من العناية والشفافية

وفي حين يمكن الجرم بأن التعليمات الإجرائية المفرمة من شأنها أن تغطي كثيراً من المشكلات الفاجعة عن عدم المبالاة أو قلة الاهتمام. إلا أنها لن تقوى على مواجهة المشكلات الناجمة من مواقع أعضاء مجلس الإدارة وميولهم إلى استخدام صلاحياتهم وما يسمون به من تفويض لإعداد المكاسب المضمية على المديرين. إن الالتزام باتباع خطوات محددة وكتابة التقارير عن سير العمل لا يسهم مسهمة حقيقية في وضع حدود فعلية بصلاحيات مجلس الإدارة. وبشيء من الميول والمضيعة من قبل الحقوقيين وحبراء الترميمات فإن مجلس الإدارة الرابع في معاناة مديريين سوف لن يقدم الحيلة لتقديم المسوعات اللازمة لتعريب خطته. وقد لا يحتاج في بعض الحالات أكثر من بعض العبارات الطائفة وهكذا فإن العامل الأهم، والذي يكمن في مواقع مجلس الإدارة سوف لن يتأثر بتلك التعليمات الإجرائية في شيء.

اقتضاء موافقة حملة الأسهم

بالإضافة إلى العمل على تحسين مواقع مجالس الإدارة - موضوع الفصل القادم فإن من المفيد أيضاً العمل على وضع بعض الحدود التي تقيد صلاحيات مجالس الإدارة والخطوط في وضع حدود من حد القليل يكمن في تقليص قدرة مجلس الإدارة على تطوير بنية الترميمات بالشكل الذي يعود في نهاية المطاف بالعائدة على حملة الأسهم والسبيل الطبيعي بتقليص صلاحيات مجلس الإدارة دون المماس بقدرة المجلس على إقرار الترميمات التي لخدم مصالح حملة الأسهم إما يكون في جعل بعض قرارات المجلس مشروطة بموافقة حملة الأسهم أنفسهم. فعلى وجه التعديد طريقتان تستحقان أن يولييهما بعضاً من المناقشة - اشتراط موافقة حملة الأسهم على برامج الترميمات القائمة على حقوق الملكية. واشتراط الموافقة على ترتيبات الترميمات التي تتضمن جوانب مثيرة للشبهات.

الموافقة على برامج الترميمات القائمة على حقوق الملكية

في العام 2003، قامت السوق الوطنية الرئيسة لسلاوراق المالية بتبني جملة من الأحكام تجبر الشركات المسجلة على الحصول على موافقة حملة الأسهم فيما يخص برامج الترميمات القائمة على حقوق الملكية⁵ وعلى الرغم من أن تلك الأحكام قد لقيت ترحيباً

كبيرة من قبل البعض بصفتها تدابير بالغة الأهمية⁶ إلا أنها لا تمثل في حقيقة الأمر ضمانات حقيقية على أن تمويلات المديرين، أو على الأقل التمويلات القائمة على حقوق الملكية ستقوم بالعمل بشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم.

وإذا ما أردنا وضع تلك الأحكام ضمن إطارها الصحيح فإن علينا أن نعيد إلى الذاكرة أولاً أن العديد من الشركات قد أدت أصلاً على طرح برامج التمويلات القائمة على حقوق الملكية للتصويت في اجتماع عام لعموم حملة الأسهم. وكما سبق أن أوضحنا في الفصل 3 فإن المدافع الحقيقي وراء ذلك لم يكن سوى الرغبة في تجنب الاعباء الصربية المعروضة على برامج الحيازات التي تقتصر إلى موافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن الأحكام الجديدة ليست في حقيقة الأمر سوى توسيع مساحة العمل بواحدة من السياسات التقليدية السبعة أصلاً منذ زمن. التي ثبت عجزها عن وضع حدود حقيقية لصلاحيات مجالس الإدارة.

لا شك أن التصويت على الحفظ يطلي حملة الأسهم المستأجرين من تمويلات المديرين (أو من بعض المسائل الأخرى) الفرصة لتسجيل اعتراضهم. وقد يتيح التصويت لحملة الأسهم اعطاء المديرين مريداً من الأسهم والحيازات إذا ما وجدوا أن سياسات مجلس الإدارة فيما يخص تمويلات المديرين مثيرة للسطح. غير أن التصويت على برامج التمويلات القائمة على حقوق الملكية لا يضع بين أيدي حملة الأسهم في الأحوال العادية أداة حقيقية يمكنهم من التأثير على نحو فاعل في عملية تصميم ترتيبات التمويلات.

في هادئ الأمر ينبغي الإشارة إلى أن ما يطرح أمام حملة الأسهم للتصويت هو في مجمله برامج يطلب على صياغتها طابع العمومية. ووديهي أن ذلك لن يقيس من صلاحيات مجلس الإدارة شيئاً يطلب المجلس من حملة الأسهم اعطائه الموافقة على استخدام عدد معين من الحيازات أو الأسهم المقيدة ضمن كتلة التمويلات المخصصة لموظفي الشركة. غير أن هناك جوانب كثيرة عامة من برامج التمويلات القائمة على حقوق الملكية لا تقتضي مواظبة حملة الأسهم. وعلى سبيل المثال فإن موافقة حملة الأسهم غير مطلوبة فيما يخص حصص مدير بعينه من إجمالي الحيازات التي يقرر مجلس الإدارة استخدامها ضمن رزمة التمويلات. وكذلك هي الحال أيضاً فيما يخص القيود التي قد يقرر المجلس فرضها على انتقال تلك الحيازات أو الأسهم أو على حرية المديرين في التصرف بها. وقد عبرت إحدى

الشركات القائمة المشهورة عن ذلك أبلغ تعبير عبر التصبحة التي وجهتها الى عملاتها من مجالس ادارة الشركات ضمن ملحوظة صممة جاء فيها «على ضوء القواعد الجديدة الصادرة عن سوق نيويورك للاوراق المالية بالتناول مع اسداك والمتعلقة بالخصاء موافقة المساهمين، ينبغي إعطاء برامج التحويصات القائمة على حقوق الملكية صفة خصاصة تتيح للشركة امكانية تعديل بنود التحويصات دون الحاجة الى تطوير البرنامج على نحو يقتضي موافقة حملة الاسهم بموجب القواعد الجديدة»⁷

وفضلاً عن ذلك، وبالرغم من أن حملة الأسهم يستطيعون أن يمارسوا على نحو جماعي برنامج استخدام الحيارات والاسهم المتقدمة، فإنهم لن ينسحب لهم ممارسة دور فاعل في تحديد تعويضات المديرين إذا ما أسقطوا بالتصويت برنامج التحويصات المقترح من قبل مجلس الإدارة إذا ما مارس حملة الأسهم على سبيل المثال برنامجاً يقوم على أساس الحيارات التقليدية لأن هذا النوع من الحيارات يسمح للمديرين بالاستفادة على نحو لا محدود من ثمار المصادفة التي تأتئهم بعمل تطورات إيجابية نعم السوق أو القطاع أو الحقل المعني فابهم لن يحصلوا على أي صممة حقيقية بأن المجلس لن يتبنى ترتيبات بديلة قد تكون أكثر اصراراً بقيمة رأس المال المسهم كاعتماد نظام مكافآت بالغ السخاء مثلاً لهذا السبب فابما يتوقع أن يذهب حملة الاسهم الى موافقة على برامج التحويصات المقترحة في حالات كثيرة يعمون فيها لو أن مجلس الإدارة قد أعد ترتيبات التحويصات بصورة مختلفة تماماً وعلى العموم فابما لا يتوقع أن تؤدي زيادة مساحة النقص المتاحة امام حملة الاسهم فيها يخص برنامج التحويصات القائمة على حقوق الملكية الى تقليص حقيقي لحرية مجالس الإدارة في التحكم بهذا النوع من التحويصات.

التصويت على جوانب خاصة محددة في الاتفاقات التحويصات

إن السماح لحملة الأسهم بالتصويت على اتفاقات التحويصات التي تتضمن جوانب خلافة معتملة معددة قد يكون أمراً مفيداً وبالنظر الى الاتفاقات التي توجب موافقة حملة الاسهم على برامج تعويضات المديرين نجد ان كلاً منها يتضمن بدءاً أو أكثر من قائمة الجوانب المشهورة للشبهات يمكن طلب موافقة حملة الاسهم على سبيل المثال في حصة الحيارات التقليدية التي لا تمس بعلترة أي من ثمار المصادفة التي ترمي بها الحركة

القائمة للسوق أو الحفل المصفي. وفي حالة الحيازات المتاحة للاستخدام بعد استحقاقها بصدّة وجيزة، وفي حالة برامج التحويلات القائمة على حقوق الملكية التي لا تترجم المديرين بالإشهار سلفاً عن عملية بيع الأسهم المزمع إجرائها، أو في حالة توافقات إنهاء الخدمة إذا ما بدت قيمتها صحيحة بالمقارنة مع التحويلات السعوية. وقد تم اقتراح اقتضاء موافقة حملة الأسهم في مثل تلك الحالات من قبل العديد من الطروحات المقدمة من المساهمين أنفسهم. وكذلك أيضاً من قبل هيئة المستثمرين المؤسسيين سي أي أي. وعلى سبيل المثال فقد اقترحت سي أي أي ألا يتم إعادة تسعير الخيارات المارقة (التي انخفض سعرها في السوق إلى ما دون كلفة استعادتها) أو استبدال تلك الخيارات بخيارات جديدة إلا بموجب موافقة صريحة من قبل حملة الأسهم⁸

إننا نعتقد أن اقتضاء موافقة حملة الأسهم قد يكون أمراً مفيداً إذا ما جرى تطبيقه في حالة المعطّات التي يبدو عليها أنها على الأرجح لا تصب في مصلحة راس المال المسهم. في حالة كذلك يمكن النظر إلى اقتضاء موافقة حملة الأسهم على أنه إجراء يتقود إلى حل وسط بين المنع المباشر والصريح من جهة وبين الموافقة بصير المسؤولية من جهة أخرى. إذا ما بدا على جانب معين من جوانب الاتفاق أنه لا يخدم مصالح حملة الأسهم، فإن كلا الخيارين الحديثين الرافض التام ولناحية الحرية المطلقة قد يكونان مكثفين. والسماح هنا بتعيين ذلك الجانب في الاتفاق، شرطاً أن يوافق عليه حملة الأسهم، من شأنه أن يحفظ والمحافظة هذه توازماً حساساً بين كلا الخيارين.

ولكن هل تحمل تلك الترتيبات فائدة حقيقية لعملية الأسهم؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تتعلق بالطبع وإلى حد بعيد بطبيعة المعطّات المدرجة على قائمة ما يقتضي موافقة حملة الأسهم. إذ إن فرض شرط موافقة حملة الأسهم على معطّات من المرجح أن تصب في مصلحة حملة الأسهم، من شأنه أن يرتب على الشركة تكاليف إضافية وبالمقابل فإن عدم فرض شرط الموافقة في حالة المعطّات التي ينبغي عليها الاحتمال بأنها قد لا تخدم مصالح حملة الأسهم يعني التقييد عن جميع الموائد المحتملة التي تحدثها قواعد اقتضاء موافقة حملة الأسهم بين طياتها. إن خبراء وعلماء في سوق الأوراق المالية ليسوا في الموضع الذي يسمح لهم بتحديد الجواب المثيرة للشبهات لأنهم ليسوا على دراية كافية

بخصوصيات الشركة وكذلك فإنهم أيضاً ليس يتمكنوا من حصر جملة الترتيبات التي تتطلب موافقة حملة الأسهم عند حدوث بعض المستجدات

وهكذا فإن حملة الأسهم أنفسهم هم من ينبغي أن يقرروا بشأن القيود الواجب فرضها على صلاحيات مجلس الإدارة والمديلات الواجب إجراؤها على تلك القيود بواقعية المستجدات. لكن المشكلة تكمن في أن قانون الشركات الحالي لا يقول حملة الأسهم صياغة القواعد المتعلقة بتمويلات المديرين والتصويت عليها لتصبح قواعد ملزمة لمجلس الإدارة بالنظر إلى تمويلات المديرين، وهي مادة يضمنها قانون الشركات ضمن حدود صلاحيات مجلس الإدارة. يحق لحملة الأسهم تقديم المبادرات بشأن صياغة قرارات التوصية عبر أن تلك القرارات حتى إن حظيت بمالية الأصوات لا تتمدى كونهما توصيات عبر ملزمة ومن وجهة نظراً فإنه قد يكون من المفيد إتاحة الفرصة أمام حملة الأسهم لتقديم مبادرات حديثة فيما يخص ترتيبات تمويلات المديرين تتضمن صياغة القواعد الملزمة وإقرارها عبر التصويت. وعلى سبيل الذكر لا الحصر فإن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات من هذا القبيل سوف يمكنهم، إذا ما أرادوا، من فرض قواعد تمنع مجالس الإدارة من تبني ترتيبات معينة فيما يخص التمويلات التي تسمح بالانتماء على موافقة حملة الأسهم.

حدود التصويت على ترشيحات أجور المديرين

إننا ننظر إلى الية مشاركة حملة الأسهم في صنع القرار عبر عملية التصويت كأمر بالغ الأهمية وسوف نوضح في الفصل القادم بالحجة والبرهان رؤيتنا الداعمة لتعزيز دور حملة الأسهم في انتخاب مجلس الإدارة وفي التصويت على القواعد الأساسية لحوكمة الشركة. غير أن هيكلية ترتيبات أجور المديرين ليست بالساحة المناسبة التي يمكن أن تحل فيها مشاركة حملة الأسهم عبر التصويت محل آلية مسح القرار في مجلس الإدارة الفريه الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم.

إن تصويت حملة الأسهم من شأنه أن يرسم الحدود القصوى لصلاحيات مجلس الإدارة في التصرف دون الحاجة إلى طلب موافقة خاصة من حملة الأسهم وحملة الأسهم سوف

يستندون في رؤيتهم لتلك الحدود إلى معلوماتهم العامة حول البنية الأساسية لترتيبات الترميمات. عبر أن ذلك لا يقتصر ايداً من أهمية الدور الذي يضطلع به مجلس الإدارة الكفوء لجهة اتخاذ القرارات المناسبة وتحديد الأنسب بين جملة الخيارات المتعددة ضمن الحدود التي رسمها حملة الاسهم وكذلك ايضاً لجهة التفاوض مع المديرين. وهذه مهام معقدة تتطلب معرفة دقيقة بتماسيل الموقف ومهاردة في ادارة جولات التفاوض بما فيها من أحد ورد. وتصويت حملة الاسهم لا يمكنه في أي حال من الأحوال أن يتوب عناب مجلس الإدارة في كل تلك المهام.

تمويضات المديرين وحوكمة الشركات

تحليلنا الذي قدمناه في هذا الفصل يمهّدنا من جديد إلى المشكلة الأساسية ذات الصلة بمسألة حوكمة الشركات. كما لنا أن يرتقي بالدوافع التي توجّه دفة الإدارة وأن يجعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر انصافاً بمصالح حملة الاسهم؟ وبالرغم من أن التغيرات المحتملة التي قمنا بمناقشتها فيما تقدم قد نحسن بالفعل هذا الجانب أو ذلك من ترتيبات أجور المديرين. إلا أنها لا تقوى على معالجة المشكلات المرافقة معالجة جذرية والحل الجذري لتلك المشكلات لا بد له أن يمر عبر تطوير أساليب حوكمة الشركات بوجه عام.

إن التدابير التي أنما على مناقشتها تترك جميعها في يد مجلس الإدارة قدرأ كبيراً من الصلاحيات، وهذا أمر ضروري لا عس عنه لكن تلك التدابير بعدد أنها لا تروء أعضاء مجلس الإدارة بضرورة جديدة من الدوافع

وتحقيق أي تحسين إضافي في هيكله تمويضات المديرين مسوط بالدرجة الأولى بتميزير دوافع مجلس الإدارة لما فيه خدمة مصالح حملة الاسهم. وتحسين تلك الدوافع من شأنه أن يترك بصمات إيجابية ليس فقط فيما يخص ترتيبات أجور المديرين، وإنما ايضاً على صعيد مختلف القرارات الأخرى التي يتخذها مجلس الإدارة والمسائل الأخرى التي يظفر فيها ومن هنا فإن تحليل المشكلات المتعلقة بتمويضات المديرين يقودنا إلى الاعتقاد بالحاجة إلى إصلاحات جذرية على صعيد حوكمة الشركات، الأمر الذي يجسد موضوع الفصل القادم من هذا الكتاب.

الوعي والواقع

يود أن يحتتم هذا الفصل بالتأكيد على أهمية إدراك الدور الحساس للنموذج الذي يتمتع به الجهاز التنفيذي فيما يخص العديد من مميزات المديرين. إن توسيع قاعدة الوعي فيما يتعلق بطبيعة المشكلات القائمة المرتبطة بتمويصات المديرين وهو الأمر الذي سمي إلى تحقيقه عبر هذا الكتاب، من شأنه أن يكون له بعد داته أثر واضح من حيث تخفيف حدة تلك المشكلات.

إن اتساع دائرة الوعي ولا سيما على مستوى المستثمرين المؤسسيين فيما يخص قدرة المديرين على التأثير في تمويصاتهم من شأنه أن يجعل الكثير من حل وصح حد تلك المشكلات لقد أوصعنا بالحجج والدليل أن قدرة المديرين على الاستئثار لأنفسهم بالأجور المرتفعة وقدرتهم على فصل تلك الأجور عن الأداء وكذلك حجم الأعباء المالية التي يتحملها حملة الأسهم من جرّاء ذلك تتعلق جميعها بدرجة اكتشاف الأخطاء والثرات المتضمنة في ترتيبات التمويصات ائمة أعين المراقبين الخارجيين المصين. وبقدرة هؤلاء على تمييز تلك الأخطاء والثرات. وهكذا فإن حجم ما يمكن للمديرين أن يستأثروا به لأنفسهم على حساب حملة الأسهم يتعلق بدرجة وعي هؤلاء لحجم التشوّهات التي تعترى ترتيبات تمويصات التي يحاول المديرين إخمادها بوسائل شتى وتعمير الوعي لتلك التشوّهات من شأنه بكل بساطة أن يقلص حجم المشكلات التي وصعنا إديها عيها فيما تقدم.

لتحسين سياسات تمويصات المديرين يحتاج المستثمرون ودعاة الإصلاح ليس فقط إلى القوة وحسب، وإنما أيضاً إلى المعرفة النوعية بشأن ما ينبغي أن يبحثوا فيه وما ينبغي أن يركزوا عليه. يجب أن يعوا جيداً طبيعة الدور الأساسي الذي مارسه الجهاز التنفيذي عبر سلطته وعموده وما زال يمارسه فيما يخص التحكم بتمويصات المديرين وأن يحيطوا بالمواعيل الكثيرة المحتملة التي تسهم في بناء سلطة الجهاز التنفيذي وتعميرها وبطيف الاشكال المختلفة التي تقصح فيها تلك السلطة عن نفسها.

إننا نعتقد أن من المهم أيضاً بالنسبة لزملائنا من الباحثين الأكاديميين أن يدركوا جيداً حجم الصعوبات الإدارية التي تطوي عيها مسألة تمويصات المديرين. لقد حص

حبراء الاقتصاد المالي برامج التمويلات الفائضة على حقوق الملكية بقدر كبير من التأيد والدعم تقدماً منهم لما تعد به تلك البرامج من ترويض المديرين بمواضع إيجابية تحتهم على تحسين الأداء. وقد أسهم ذلك الحماس في إصفاء مريد من المشروعات على الرهانات الكبيرة في تمويلات المديرين أثناء العقد الخامس

يتمضي على حبراء الاقتصاد المالي أن يدركوا أن برامج المواضع تلك لها بالمقابل أيضاً ما يمكن أن سمي «وجهها المظلم». وهيكلية تلك البرامج قد تجسد في بعض الأحيان نتائج مشكلات التوكيل أكثر من كونها أداة لحل تلك المشكلات. وبسبب مشكلات التوكيل تلك لم تفلح تمويلات المديرين حتى الآن في تحقيق ما وعدت به. بل إنها قد أسهمت في خلق بعض الدوافع المخربة والشاذة. ولتأني المبرورون لولية حبراء الاقتصاد المالي بولوى اليوم مريداً من الوقت لدراسة بعض الآثار المكسبة التي خلقتها تربيته التمويلات على سلوك المديرين. وبأسهل أن يتجهوا إلى التركيز بدرجة أكبر على الدور الذي تضطلع به سلطة الجهاز التمهيدى. وأن يولوا دراسة ذلك الدور مريداً من الاهتمام. كما سبق أن فعلوا في دراستهم لنموذج التماثل على معال الأذراع

16 تطوير حوكمة الشركات

تفويض حملة الأسهم هو الفاعلة الإيديولوجية التي تقوم عليها شرعية سلطة مجلس الإدارة.

مستشار ولاية ديلوير ويليام أكي
في أتلانتيك، 1988

إن لشكالات المتعلقة بترتيبات تفويضات المديرين التي تمرفنا عليها فيما تقدم نجد جدورها في فشل مجلس الإدارة في التفاوض مع المديرين على مطالب الدراع. تحرير الشفافية تطوير آليات عمل مجلس الإدارة توسيع دائرة اقتضاء مواصفة حملة الأسهم. تطوير وعي المساهمين لمختلف ترتيبات التعميمات ودور كل منها لا شك في أن هذه العوامل جميعها من شأنها أن تساعد على تحسين الوضع غير أن تلك المعالجات الموصفة لن تستلج أن تحل كلياً محل آلية صنع القرار الفاعلة التي تتجسد في فريق من أعضاء مجلس الإدارة يصح مصالحي حملة الأسهم نصب عينيها ويوليها الأولوية المطلقة

وفي النهاية فإن مسألة تفويضات المديرين تتطلب درجة معينة من المعرفة الاختصاصية ولذلك فإن خبر من يتولاها هم صناع القرار المطلعون الذين يتمتعون بقدر من الصلاحيات ويمهون على توظيف صلاحياتهم لما فيه مصلحيهم رأس المال المسهم ومن هنا فإن تسهيل الافصل معالجة شكالات نتياتها على مناقشتها فيما تقدم من الكتاب إنما يكون بالعمل على تصوير جملة الدواهي والحوافز التي تقود خطأ أعضاء مجلس الإدارة ما يحتاجه هو أن تنتقل بالرواية الرسمية لتفويضات المديرين وسياسات مجلس الإدارة، التي يظهر فيها أعضاء مجلس الإدارة يعطون الحراس المتخطين الذين لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم من عالم الخيال والوهم إلى عالم الواقع والحقيقة

لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة الحريصين على حماية مصالح المساهمين يشكلون حاجة ماسة ليس فقط من أجل معالجة مشكلات تمويليات المديرين وإنما أيضاً من أجل معالجة المشكلات المتعلقة بحوكمة الشركة. التي لن تختفي عن الوجود حتى لو وهما على حل مثالي لتمويلات التمويلات. وعلى سبيل المثال فإن وجود أعضاء في مجلس الإدارة حريصين على مصالح حملة الأسهم يمثل عاملاً أساسياً من عوامل تحديد درجة تقبل المجلس وإمكانية الاعتماد عليه في منح المديرين من الوقوع في عوابة التوسع الإمبراطوري أو منعهم من الوقوع في وجه بعض مشروعات الشراكة التي تعد بمكاسب ملموسة لحمله الأسهم. إن الأساس الذي يقوم عليه نظاما الرقابي. الذي يعتمد على مجلس الإدارة كهيئة رقابية عليها متابعة بعض الرقاب سياسات الجهاز التنفيذي. إنما يكمن في وجود أعضاء في المجلس يقومون بانتقاء المديرين والإشراف على عملهم. وسعيهم لتمويلاتهم وأصبح في ذلك كله مصالح حملة الأسهم نصب أعينهم. ويمكن القول. أن قدرة حملة الأسهم على وضع ثقتهم في فريق يريه من أعضاء مجلس الإدارة تمثل نقطة الارتكاز التي يقوم عليها هذا النظام

والسؤال المهم في هذه الحالة هو كيف لنا أن ندفع أعضاء مجلس الإدارة إلى مريد من الحرص ومريد من التركيز على مصالح حملة الأسهم. واليسهل الامتثال إلى تحقيق ذلك إنما يكمن بتقديرنا في أحداث نهضت في موارد القوى بين مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. وسنستعرض فيما يلي الخطوات المبررة للإصلاح الإداري المطلوب مع الإشارة إلى إمكانية التحوّل في مريد من التماسك في أعمال أخرى¹

حدود استقلالية عضو مجلس الإدارة

الطريقة الأساسية التي انتهجها نظام حوكمة الشركات أحراراً للرد على ما اعتقد من به من مشكلات إدارية تجسدت في الفعل على تمرير استقلالية مجلس الإدارة لقد سعت الإصلاحات الأخيرة إلى إكساب الأعضاء المستقلين بموجب التسمية في مجلس الإدارة مريداً من الاستقلالية العملية من جهة وتوسيع حضور الأعضاء المستقلين وتعميق دورهم في مجلس الإدارة من جهة ثانية. والواقع أن الاعتقاد السائد اليوم يقول إن تمرير استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هو المضاعف الحقيقي لصيانتها فاعلية النموذج الرقابي الذي يعتمد

المجلس كهيئة رقابية عليها لراقب سير العمل في الشركة والكثيرون يستمدون من ريادة استقلالية أعضاء المجلس من شأنها أن تحمي الشركات في المستقبل من مختلف أشكال مشكلات الموكمة وهم في ذلك يجهدون في ارجاع مشكلات الماسي الى نفس في استقلالية مجالس الإدارة

وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 2 فإن اسواق الأوراق المالية قد تبنت في العام 2003، معايير تسجيل تقرر على الشركات المسجلة ان تكون الاعلية في مجالس ادارتها للأعضاء المستقلين وتتضمن تصنيفاً واضحاً لتعريف الأعضاء المستقلين. كما تقتضي أيضاً ان تكون لجان التوصيات ولجان الترشيح مكونة حصراً من الأعضاء المستقلين وقد دأب أنصار سلطة الجهاز التنفيذي على استبعاد تلك الإصلاحات كقاعدة مطلقاً منها في حملاتهم الرامية الى التأكيد على عدم وجود أي ضرورة لمزيد من التنبير² ووفقاً لرؤية هؤلاء، فإن تلك الإصلاحات، حتى لو سلمنا بأن النموذج الرسمي لرقابة مجلس الإدارة على الجهاز التنفيذي لم يعمل بالشكل المطلوب في الماضي، كهيئة بمعالجة مختلف المسائل المتعلقة بماعية آية صنع القرار في المجلس، فالقواعد الجديدة تمرر من استقلالية المجلس. وذلك هو جل ما تحتاجه الشركة

أما رؤسا مسئول، أن الإصلاحات الأخيرة قد تحمل العديد من المكاسب. ولكن ليس هناك ما يبرر بالفعل ذلك القدر من الرضى والنشال. فالقواعد الجديدة وما يرافقها من اهتمام متزايد باستقلالية أعضاء المجلس لا يمكنها أن تقدم بعد ذاتها ضماناً حقيقية على أن المجلس سوف يؤدي بالفعل ذلك الدور الحساس المطلوب منه وبالدقة المطلوبة من الكفاءة والشفافية. إن القواعد المتعلقة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكنها أن تقدم على أرض الواقع ما قد يقارب توقعات ومراعاة أنصار تلك الإصلاحات المحمسين.

هناك بوادر عديدة تدعو إلى التشكيك في حجم ما يمكن أن تقدمه القواعد التي تمرر من اشتراط استقلالية أعضاء المجلس من الواضح ان تلك القواعد من شأنها ان تحمي افراداً معينين عن عضوية مجلس الإدارة في شركة معينة لكن اعداداً هائلة من الاشخاص الآخرين سوف تظل ضمن دائرة المرشحين لدخول المجلس بوصفهم أعضاء مستقلين

وشروط الاستقلالية تلك لا تقدم حلاً للسؤال المهم عن أنية انتقاء فئة قليلة من أولئك الأشخاص من بين كتلة هائلة من المرشحين المستقلين. وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الاستقلالية، وبالرغم من أنها قد تنجح في وضع حد لبعض أشكال تأثير الجهاز التنفيذي على بعض أعضاء مجلس الإدارة، لا تمثل بعدد ذاتها أي ضمانة حقيقية لالتزام أعضاء مجلس الإدارة بحماية مصالح حملة الأسهم.

جميع الشركات تقدر على العموم لدى ملء شاعر ما في أي من المواقع المتقدمة أهمية احتضار الرجل المناسب وترويضه بالحوافز المناسبة. والحقيقة أنه ليس هناك على الإطلاق ما يبرر عدم تطبيق المعايير ذاتها في حالة أعضاء مجلس الإدارة. ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان حساسية الدور الذي يضطلعون به ولما كانت استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا تقدم بعد ذاتها ضمانة كافية للانتقاء الموفق ولا للحوافز المناسبة فإن الأمر يبدو مطلقاً حتماً

من أهم العوامل التي تحد من أهمية قواعد استقلالية أعضاء مجلس الإدارة أن تلك القواعد لا تقدم لأعضاء المجلس أي حوافز حقيقية للاهتمام بتعيين فئة من المال المهتم. ولما كانت تلك القواعد تثقل فقط من دوافع أعضاء المجلس وبر عاتقهم لمحاباة المديرين ولا تعفيها كلياً فإن البعثة الباطنة من تلك الدوافع والفرعات قد يكون لها أثر فادح في ظل غياب الدوافع المصادرة التي تدفع أعضاء المجلس إلى الحرص على تعيين فئة من المال المهتم.

كما سبق أن ناقشنا في الفصل 2 فإن الإصلاحات الأخيرة لا تقوى على إلغاء العوامل الكثيرة التي تدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى محاباة المديرين. ولأول ما ينبغي ذكره في هذا السياق أن تلك الإصلاحات لم تغير شيئاً من الواقع الذي يقول إن مفتاح إعادة الانتخاب لمصوبة المجلس إنما يكمن التمسك بموقع على قائمة مرشحي الشركة. قد لا يسعى للمدير العام وحلفائه في المجلس التحكم على نحو كلي في ترشيحات المجلس، لكن الحفاظ على صلات طيبة مع ذلك الفريق يريد على الغالب من أعمال الفوز بمصوبة جديدة في المجلس.

وبالإضافة إلى ذلك وعلى الرغم من أن الإصلاحات الأخيرة تجهد في تقليص قدرة المديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة، إلا أنها لا تقوى على تقويضها على نحو كلي. وفي الحقيقة أن يكون من السهل منع المدير العام من مكافأة أعضاء المجلس طالما أنه يملك

بمصر التأثير في تمويلاتهم من جهة. وطالما ان ابواب الدخول الى عضوية المجلس مفتوحة في وجه فئة كبيرة من الاشخاص الذين قد تتأثر مصالحهم الاقتصادية أثناء وجودهم بين اعضاء المجلس او بعد ذلك - بالفقرات التي يتخذها المدير العام والمسالك التي يسلكها من جهة ثانية.

حير⁷ حتى لو سلمنا بقدره الإصلاحات على الماء سلطة المدير العام فهما يخص مكافأة اعضاء مجلس الإدارة فإن هؤلاء سيظلون عرصة لمؤثرات مفسدة واجتماعية كثيرة تدفع بهم الى التحايل على علاقات طيبة مع المدير العام وحيث ان اعضاء مجلس الإدارة مدعوون للعمل في حو من التعاون بشعر فيه واحدهم بانتمائه الى فريق يتوده في كثير من الشؤون المدير العام عيه فانهم سيميلون بطبيعة الحال الى مساهرة رعيات المدير العام وتوجيهاته أكثر من ميلهم الى ممارسة تلك الرعيات والتوجهات. والإصلاحات الأخيرة لا تقدم إلا القليل مما قد يدعو اعضاء مجلس الإدارة إلى التصرف بما يتناقض مع ميلهم الطبيعي إلى تجنب حالات النزاع مع زميلهم ورئيسهم المدير العام.

إن هذه النقطة الأخيرة تستحق أن نقف قليلاً عندها إنها منسي فيما نسبته أن احترام قدرة المديرين على مكافأة اعضاء مجلس الإدارة - دون إعطاء هؤلاء حوافز ايجابية تدفع بهم الى الحرص على مصالح حملة الأسهم - قد لا تكون كافية لدفع اعضاء المجلس إلى تركيز اهتمامهم على قيمة رأس المال المسهم. وحيث ان معظم اعضاء مجلس الإدارة لا يملكون الا سراً يسيراً من أسهم الشركة فإن الحسارة الشخصية المباشرة التي قد تترتب على مدح المديرين تمويضات سطحية وهامش حرية واسع في توجيه دفعة الشركة، لن تبلى في الغالب أي حدود تستحق الذكر. ولذلك فإن الدوافع الاقتصادية أو حتى الروابط الاجتماعية التقليدية مهما بلغت من الضعف قد تكون كافية لإمالة اعضاء مجلس الإدارة الى جانب المديرين.

إن التحليل الذي أوردناه انما من شأبه ان يوضح حدود ما يمكن أن تأمله من شروط الاستقلال لجديدة. ان اعضاء مجلس الإدارة الذين يستقروا إلى الحوافز القوية التي تحتهم على خدمة مصالح حملة الأسهم لن يكون من السهل عليهم أن يحافظوا على

استقلاليتهم عن المديرين. وجدير بالملاحظة على أي حال أنه حتى لو وجدنا في عمل أعضاء مجلس الإدارة عرولاً تاماً عن تأثير الجهد التعميدي فإن غياب تلك الحوافز سيترك بالرغم من ذلك العمل أثرأ سلبياً يضر بمصالح حملة الأسهم.

دعونا نأمل السهاريو الافتراضي القائم على مجلس إدارة مكون على نحو أسامي من أعضاء مستقلين ليست لديهم أي نواحي أو ميول للمحافظة على علاقات طيبة مع المدير العام ولمعرض أن هريقاً من أولئك الأعضاء قد تمكن على نحو أو بآخر من بسط سيطرته على المجلس ولحامه، ويات بمصلح أحكام قبضته على مواصل الشركة قادراً على أن يحمي موده ويقاه حماية دائمة ولمعرض أيضاً أن مكافآت المدير العام لا تقوى البتة على تحريك أي من أعضاء ذلك الفريق من الواضح أن أعضاء مجلس الإدارة في هذا السهاريو الافتراضي لن يعمدوا على خدمة مصالح مديري غير أنهم في ظل غياب الحوافز الكفيلة بأماليتهم نحو حملة الأسهم، لن يخدموا أبصاً مصالح حملة الأسهم بالرغم من استقلاليتهم التامة عن المديرين. وهم في الغالب سوف يسمون والحالة هذه وراء مصالحهم وميولهم الشخصية - ربما عبر تعييج المديرين وفقاً لأهوائهم الشخصية أو عبر زيادة تعويضات أعضاء المجلس أو عبر توسيع مودهم أو عبر دفع الشركة نحو الاستئجار في مشروعات تتفق مع أهوائهم الشخصية وباحتصار يمكن القول إن حملة الأسهم سيطل لديهم الكثير من بواحي الفلق طالما أن أعضاء مجلس الإدارة لم يحصلوا على الحوافز الحقيقية التي تدفعهم إلى انخرص على تعظيم قيمة رأس المال المهم

مراحي تعويضات أعضاء مجلس الإدارة

اعتمدت الشركات حقوق الملكية مدة من الزمن كوجه من وجوه تعويضات أعضاء مجلس الإدارة وقد نادى العديد من المراهين بتكثيف الاعتماد على التعويضات القائمة على حقوق الملكية فيما يخص أجور أعضاء المجلس³ ولكن هل تسطيع تعويضات حقوق الملكية حقاً ربما بالانراص مع بعض الريادة في حجم الأسهم المتضمنة، أن تتجح في ترويد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين بالتقدير المطلوب من الحوافز الالجبديية لدفعهم إلى التركيز على مصالح حملة الأسهم؟

أد' ما بقيت تمويلات عضو مجلس الإدارة ضمن حدودها فإن «حسارة المأهولة التي تترسب على أعضاء المجلس بفعل التدهور من الإجراءات المخصصة لقيمة رأس المال (وإن لم يكن جميعها) سوف تبقى صغيرة حتى لو افترضنا أن جزءاً كبيراً أو الجزء الأكبر من تمويلاتهم كانت تقوم على حقوق الملكية. لتأمل برنامج تمويلات يقدم لأعضاء مجلس الإدارة مكافآت سنوية على شكل أسهم مقيده بقيمة \$100,000 ولنفرص أن أحد الأعضاء قد جمع من الأسهم ما قيمته \$300,000 لا شك في أن امتلاك هذا المصد من أهم الشركة يروء أعضاء المجلس بدوافع قوية لممارسة حطة عمل يطبع اليها المدير العام إذا كان من شأن تلك الحطة أن تقود إلى تراجع كبير قد يصل إلى 50 بالمئة في قيمة الأسهم التي يمتلكها المسهون (وكذلك أعضاء المجلس) ولكن إذا ما كان الأمر يتعلق بأحد ترويات التمويلات أو بواحد من المشروعات المحببة إلى قلب المدير العام التي من شأنها أن تقود إلى تراجع في قيمة رأس المال لسهم بنسبة 1 أو 2 بالمئة فإن الحاضر على الدحول في سجال مع مدير ليس يكون قوياً وفي مثل هذه الحالة فإن مواجهة مدير ليس توقع قيمة ممتلكات عضو المجلس بأكثر من قيمة الآخر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع للمجلس أو لإحدى اللجان المبتعثة عنه

إن ترويد أعضاء مجلس الإدارة بعواظ حقيقية فاسمة على حقوق الملكية يتطلب قبل كل شيء ريادة كبيرة في حجم التمويلات التي يتفاوضونها لقاء خدماتهم في المجلس غير أن ريادة حجم تمويلات حقوق الملكية المقدمة لأعضاء المجلس قد تحمل بين طياتها آثاراً سلبية غير مقصودة فكلما كان حجم تمويلات أعضاء مجلس الإدارة أكبر ازدادت بالمقابل رغبة أحدهم في الحفاظ على مقدمه في الانتخابات القادمة ولذلك فإن تصحيح التمويلات قد يدفع أعضاء المجلس إلى التفكير ليس إلى مسألة المهمة والضميمة المائلة في تنظيم قيمة رأس المال المسهم وإنما على مسألة الحفاظ على كراسيهم في المجلس والسمع بساقي التمويلات لمتحفظة التي تتبع من تلك الكراسي. وكذلك أيضاً ريادة فرص الحصول على عسوة إضافية (باعت الآن كأكثر جاذبية) في مجالس أخرى وحيث إن تعيينات المجلس لا تتأثر كثيراً بأهواء حملة الأسهم وإنما بأهواء لجان الترشح فإن ازدياد الاهتمام بالحفاظ على الكرسي أمر مفضل عن ازدياد الاهتمام بتنظيم قيمة رأس المال المسهم وهضلاً عن ذلك فإن أعضاء المجلس المستقلين إذا ما تصعبت أجورهم على نحو كبير سوف يشطون على الأرجح بإيجاد

السبل لتثبيت وشرعة الرهادة المطردة في عدد ما يملكونه من الحيازات والاسهم اكثر كثيراً من اثمانهم بسبل تحسین قيمة السهم الواحد من اسهم راس مال الشركة

إن هذه المقطة الاحيرة تميط اللثام عن واحدة من الصعوبات الجدرية التي تص محاولة حل المشكلة المتطفة بعواقر اعضاء مجلس الإدارة عبر برامج الترموضات القائمة على حقوق الملكية. إن النظر الأولي قد تعود المرء الى الاعتقاد بأن تلك البرامج من شأنها أن تحقق الانسجام المطلوب بين مصالح اعضاء المجلس ومصالح حملة الاسهم. وأن تدفع بالمجلس الى تنفيذ مهامه الرقابية بالشكل المطلوب. وكذلك أيضاً وعلى وجه الخصوص، الى التفاوض مع المديرين على مطلق دراعه بكل مهمة وموضوعية واصماً بنصب عيونه مصالح حملة الاسهم ولا شيء سواها. عبر أن امعان النظر في الامر يبين أن معالجة المشكلة بهذا الشكل اما تمثل ببساطة استساحاً للمشكلة الاصلية التي بدأنا منها والمتعلقة بتموضعات المديرين. ولكن هذه المرة على مستوى اعضاء مجلس الإدارة.

من وجهة نظر التفاوض على مطلق الدراع نمد تموضعات المديرين أداة لمعالجة مشكلة التوكيل القائمة بين المديرين وحملة الاسهم. تقول تلك الرؤية. إن من الممكن توجيه مصالح المديرين بحيث تطابق على مصالح حملة الأسهم. وذلك عبر برامج الترموضات المعصرة التي تدفع بالمديرين الى استخدام صلاحياتهم بالشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم. لكن المشكلة تكمن كما سبل أن رأينا في الحاجة الى طرف اخر غير المديرين أنفسهم يطالما بررمة الاجور والتموضعات المناسبة. وهناك الكثير من الاسباب التي تدعو الى الاعتقاد بأن اعضاء مجلس الإدارة في توليهم تلك المهمة لم يابوها كثيراً لمصالح حملة الاسهم.

هل يمكننا أن نواجه مشكلة التوكيل الجديدة هذه بين اعضاء مجلس الإدارة من جهة وحملة الاسهم من جهة ثانية. بأن نقدم لاعضاء المجلس أنفسهم برامج احور مدروسة بمساية قوامها الترموضات القائمة على حقوق الملكية؟ حسن. نحن بحاجة ادأ الى طرف جديد يعتمد عليه في تصميم الترموضات المعصرة لاعضاء مجلس الإدارة. إن من يقوم بتعديد تموضعات اعضاء مجلس الإدارة حالياً هم اعضاء المجلس أنفسهم. وطالما أن اعضاء المجلس بمسكون برمام تموضعاتهم بأنفسهم فإن شرعة تقديم الترموضات الضمطة القائمة على

حقوق الملكية لن تضع حداً لمشكلة التوكيد التي تحكم العلاقة بين المجلس وحملة الأسهم. بل إنها قد تقود إلى تأييم تلك المشكلة. في ظل هذه الظروف يمكن القول إن مروج أعضاء المجلس إلى العمل على تضمين قيمة تعويضاتهم من شأنه أن يؤثر بصورة سلبية على أدائهم

هل عليها والحاجة هذه أن يبحث عن مجموعة جديدة من الخبراء المستقلين لتشكيل مجلس جديد اسمه «مجلس الإدارة المالي» وسوكل إليه مهمة تحديد تمويضات أعضاء مجلس الإدارة المستقلين؟ وفي بعض الأحيان أعضاء مجلس الإدارة المالي سوف يوظفون صلاحياتهم لخدمة مصالح حملة الأسهم عليها أن يقدم لهم أيضاً برامج حوافز من صنع «مجلس الإدارة الاخرى». وهكذا فإن عبثية هذه السلسلة المفتوحة إلى ما نهاية يادية للعيان، وهي توصح أيضاً المشكلة الأساسية لاختلاف الحلول القائمة على اعتبار استقلالية أعضاء المجلس بعد ذاتها متاحاً للحل فالاستقلالية. حتى أن اقتربت ببرامج الحوافز، لا يمكنها أن تضمن حماية مصالح حملة الأسهم. إلا إذا كان هناك آلية ما في نهاية السلسلة تجعل مهده سي برامج الحوافز طرفاً محسوباً على عضو أو باخر على حملة الأسهم أو مسؤولاً أمامهم. هذه النقطة الأساسية مسلمة. التصو على أهمية تعزيز الرابطة بين أعضاء مجلس الإدارة وحملة الأسهم

ربط أعضاء مجلس الإدارة بحملة الأسهم

مشكلة الحلول التي تركز على استقلالية أعضاء المجلس إنها لا تقدم بعد ذاتها ما من شأنه كسر جدار العزل الذي يفصل أعضاء المجلس عن حملة الأسهم لما كان انتخاب أعضاء المجلس وتحديد تعويضاتهم من المهام المحصورة كلياً في دوائر المجلس ذاته. إذا ما سلمنا باستقلالها عن تأثير الجهل التعميدي في الشركة فإن نظام الحوكمة هذا يمتد إلى المراساة التي تضمن أن تأتي قرارات مجلس الإدارة جميعها قريبة من سفينة مصالح حملة الأسهم.

ومن وجهة نظرنا فإن السبيل الأنجح لتطوير أداء مجلس الإدارة إنما يكون عبر ريادة نفوذ حملة الأسهم على حساب أعضاء مجلس الإدارة. عليها أن تجعل أعضاء المجلس ليس فقط أكثر استقلالية عن الجهاز التعميدي ولكن أيضاً أقل استقلالية عن حملة الأسهم

والشق الثاني من هذه العبارة هو تحديد ما من شأنه أن يبرر أعضاء المجلس بحواضر أكثر فاعلية وقوة لخدمة مصالح حملة الأسهم

وعلى الرغم من أن التهمة المطلوبة لحملة الأسهم يمكن إرساؤها عبر إعطاء هؤلاء دوراً رئيساً في تحديد توصيات أعضاء المجلس، فإنما هو أن مركز اهتمامها هما على مسألة إعطاء حملة الأسهم دوراً أكبر فيما يخص تعيين أو إعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة. يبيح استبدال النظام الحالي الذي يجعل الوصول إلى كرسي المجلس أمراً صعباً بكسب رمي وصداقة أعضاء المجلس الذين ينفردون بقرارات التشجيع. إن مسألة تعيين أعضاء مجلس الإدارة يبيح أن تتبع على نحو جذري - على صعيد التطبيق العملي وليس فقط على صعيد النظرية - لصلاحات حملة الأسهم أنفسهم.

إن اكتساب أعضاء مجلس الإدارة شيئاً من التهمة لحملة الأسهم من شأنه أن يصمم حداً لأثر بعض العوامل التي تدفع أعضاء المجلس إلى التمسك وراء مصالحهم الشخصية للخدمة أو العمل على خدمة مصالح المديرين بدلاً من الاصطلاح بمهمتهم الحقيقية الماثلة في العمل على خدمة مصالح حملة الأسهم. والتنمية لحملة الأسهم قد تحول رعية أعضاء المجلس إلى الحفاظ على مقاعدتهم في الدورة الانتخابية القادمة إلى حافز إيجابي بدلاً من كونها مؤثراً سلبياً كما أن من شأنها أيضاً أن تحرم أعضاء المجلس على بناء سمعة طيبة فوامها الحرص على خدمة مصالح المساهمين. وربما تبعث في نفوس أعضاء المجلس الشكوك بواجب الإخلاص لحملة الأسهم. ولا سيما إذا ما مارس المستثمرون المؤسساتيون دوراً فاعلاً في تعيين أعضاء المجلس

لهذا السبب فإنما يؤيد إزالة جذري العزل التي لا تزال تقصص أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. وبطراً للصعوبات الكبيرة التي تترتب سبيل العمل الجماعي بين صفوف المساهمين، فإن توسيع سلطة حملة الأسهم على حساب سلطة أعضاء مجلس الإدارة يصعب أن يقدم حلاً مثالياً. غير أن التمرس في هذا الاتجاه يملك طلائع كاصمة كبيرة من شأنها أن تساعد على تطوير حواضر المجلس وتعميق أدائه.

استطورة انتخابات مجالس إدارة الشركات

تحتل قدرة حملة الأسهم على استبدال مجلس الإدارة موضعاً حساساً بين عناصر الصورة الناتجة لنظام إدارة الشركات الحالي. وعلى الرغم من أن صلاحيات المساهمين

تلك لهم من المتخرجين أن تجد طريقها إلى الاستخدام على نحو مستقيم. فإن الكثيرين يسيرون فيها صمام الأمان الذي يحمي النظام من خطر الانهيار. إذا كان حملة الأسهم غير راضين عن أداء ممثليهم، فإن ديمقراطية الشركات تعطيلهم كل الحق في عزل مجلس الإدارة⁴ هذا ما أكدته محكمة ديلوير العليا في حكمها الشهير في قضية شركة يونيكال صيرابترولوم.

غير أن الواقع يقول إن صمام الأمان هذا أقرب إلى الأسطورة منه إلى الحقيقة. إن محاولات اسهميين استبدال بعض من طاقم الإدارة بهريق آخر ينتظر منه أن يقدم أداء أفضل - الأتية التي أشار إليها حكم محكمة ديلوير العليا في قضية يونيكال - أكثر ندرة كثيراً مما تنص به الصورة السائدة لنظام الشركات الحالي.

وقد جرى توثيق ندرة التغييرات الانتخابية في دراسة حديثة قام بها أخيراً واحد من مؤلفي الكتاب⁵. أثناء مدة امتدت على سبع سنوات من 1996 إلى 2002، لم شهد معارك انتخابية لتحديد إدارة جديدة إلا في 80 شركة فقط من بين آلاف الشركات المسجلة العامة⁶ وفحصاً من ذلك فإن معظم تلك الشركات التي شهدت معارك انتخابية كانت من الشركات الصغيرة، عشر منها فقط تجاور رأس مالها في السوق في العام الذي دارت فيه رحى المعركة الانتخابية على إدارة الشركة قيمة 200 مليون \$ وهكذا فإن حدوث معارك انتخابية في شركات الكبيرة التي يتجاوز رأس مالها في السوق 200 مليون \$ كان نادراً إلى حد الإهمال - أقل من حادثتين في السنة وسطياً

هذا يعني أن صمام الأمان المزعوم الذي يتمثل في إمكانية عزل أعضاء المجلس واستبدالهم غير حقيقي الاقتراح - والذي ينظر إليه على أنه يمثل ركناً أساسياً من أركان نظام حوكمة الشركات الحالي - كان معظم الوقت معطلاً أو على الأقل خارج الخدمة. إن خطر التجريد من عضوية المجلس عبر معركة انتخابية أبعد كثيراً من أن يقدم حافزاً قوياً يدفع أعضاء مجلس الإدارة إلى التركيز كلياً على مصالح حملة الأسهم.

لا شك في أنه من الصعب أن يحدد بدقة المعدل المثالي لحدوث تغييرات انتخابية - المعدل الذي يضمن تزويد أعضاء المجلس بالحوافز المطلوبة دون أن يترتب على الشركة تكاليف باهظة. لكن هناك أسباب منطقية كثيرة تبرر الاعتماد بأن المعدل المثالي

لا يمكن أن يكون قريباً من الصبر ومن هنا فإن مسؤوليات الدعوة إلى إصلاحات تعطي التهديد الاستعراضي بعداً واضحاً عديدة وقوية

تفصيل انتخابات مجالس الإدارة في الشركات

خطوة صغيرة من قبل هيئة الأوراق والاسواق المالية لتعرض لسيرو المديرين

تتطلب هيئة الأوراق والاسواق المالية الآن في اقرار قاعدة ثانوية من شأنها أن تضمن في حالات معينة سوية الحواجر التي تفرص طريق التعديلات الانتخابية وتبعد شيعها عن أعضاء مجالس الإدارة. تهدف هذه القاعدة إلى إفساح المجال لحملة الأسهم، ضمن بعض الظروف، وخاصة بتشجيع مرشحيهم للمنافسة عبر صناديق الاقتراع على عدد قليل من مقاعد المجلس. وعلى الرغم من أن الأثر العملي لتلك القاعدة سيكون على الأرجح محدوداً جداً، فقد لقيت سلباً معارضة شديدة من قبل تكتلات المديرين. وعلى سبيل المثال فإن تجميع المديرين العاملين في الشركات الكبرى والذي يعمل اسم طائفة الاعمال المستديرة ويتمتع بموارد واسع قد شن هجوماً شاملاً على القاعدة الثانوية المقترحة⁷

هناك جوانب عديدة في القاعدة المقترحة تجعل منها مجرد خطوة أولى حرجية نحو تفعيل دور التعديلات الانتخابية. أولاً إن سيماريو التدخل المباشر المقترح لن يهصر الأمور إلا إذا سبقه ألقاء الاجتماع السنوي الأخير حدث يطلق شرارة البدء، يشير إلى استياء واسع بين صفوف حملة الأسهم. والاحداث المعقولة بإطلاق شرارة البدء، وفق ما جاء في مشروع القاعدة الثانوية هي تصويت بماثبية الأصوات لصالح مقترح مقدم من أحد حملة الأسهم يطالب بفتح باب التدخل أمام حملة الأسهم. أو تأييد بنسبة 35 بالمئة لاقتراح حجب الثقة عن أحد أعضاء المجلس وحتى في حالة توهز أحد هذين الشرطين وفتح الباب أمام حملة الأسهم لتتوجه إلى صناديق الاقتراع فإنهم لن يكونوا قادرين على تسمية مرشحيهم ما لم يحققوا شروط امتلاك وحيدة قدر كبير من سهم رأس مال الشركة

وبالإضافة إلى ذلك فإن على أولئك المسهمين (أو مجموعات المسهمين) إذا ما حصو على حق تسمية مرشحيهم بلامتخابات أن يتحملوا تكاليف حملتهم الانتخابية بأنفسهم حتى يوكتب لهم المورد في مركزهم الانتخابية. بينما تعطي الشركة كامل لتكاليف الحملات

الانتخابية للمرشحين المناضحين الذي تم ترشيحهم من قبل اصحاب المناصب في الشركة وهذا التصديق المالي من شأنه أن يثبط الامر اثم ويقلل من نواتر التبعات الانتخابية من جهة، وأن يضمن أيضاً فرصة نجاح المحاولات القليلة التي تصل الى صناديق الاقتراع من جهة ثانية⁸ (إن حرمان تلك التبعات الانتخابية من التغطية المالية يحكم عليها بمواجهة صعوبات مالية فائقة)

وأخيراً فإن القاعدة القانونية، بفرجة تقدم عدداً قتيلاً فقط من مقاعد المجلس للمرشحين الذين دخلوا لمركة الاسماوية على يد حملة الاسهم وتمكنو من الفوز بأغلبية الاصوات يحدد عدد المشاركين في العملية الاسماوية من بين مرشحي السهمين بواحد فقط في حالة المجلس الذي لا يتجاوز عدد مقاعده التسعة. وانتهى فقط في حالة المجلس الذي يضم 10 إلى 19 مقعداً

وهكذا فإن حملة الأسهم المستامين من اداء اعضاء المجلس عليهم (1) أن يعملوا على جمع التأييد اللازم من قبل رلائهم من السهمين. الذين تطلب عليهم صفة الحيادية، لتحقيق واحد من شروط اطلاق شرارة البدء (2) أن يستظروا موعد الانتخابات القادمة. (3) أن يحققوا شروط اسلاك وحيازة القدر اللازم من الاسهم لتسمية مرشحهم. (4) أن يتحملوا تكاليف اقتناع السهمين الآخرين بالنصويت لمرشحهم في مواجهة غير المكافئة مع اعضاء المجلس الذين يتلقون الدعم المالي الكامل بحملاتهم الانتخابية من الشركة ذاتها (5) أن يفوزوا بأغلبية الاصوات لصالح مرشحهم. واد ما كتب لهم النجاح في جميع مراحل تلك الرحلة الطويلة والمكثمة يكونون قد حجروا مرشحهم في نهاية المطاف عدداً قتيلاً نسبياً من مقاعد المجلس. هؤلاء الاعضاء الجدد قد ينجحون في كسب بعض النمود غير حضورهم في اجتماعات المجلس. لكنهم سيظلون بعيدين عن دائرة صنع القرارات المهمة

بالمقابل فإن التغييرات المقترحة. إذا ما نظرت اليها من منظور الاعضاء الاملاء في المجلس لا تمثل تهديداً حقيقياً بالتجريد من عضوية المجلس في حالة الاداء التعميس. انهم حتى اذا ما واجهوا حالة من الاستياء العام بين صفوف السهمين، لا يمكن استبدالهم الا بعد أن يحسروا جوثين من التصويت تفصل بينهما مدة من الزم لا تقل عن السنة. ويصفونهم اعضاء في المجلس فانهم يستفيدون من التسهيلات المالية الكبيرة التي تقدمها لهم الشركة، الامر الذي يضمن لهم نمواً كبيراً على متعديهم من حيث القدرة على

للبديل بسخاء في تمويل الحملة الانتخابية في كل من الجولتين. وفي جميع الأحوال فإن خطر الاستبداد وفق هذا السيناريو لن يتهدد سوى نسبة محدودة وصغيرة من مجموع أعضاء المجلس. ولذلك فإن القاعدة القانونية المقترحة ليست قادرة على توليد الضغط اللازم للدهم بأعضاء مجلس الإدارة إلى ابتلاء مصالح حملة الأسهم الفدر المطلوب من الاهتمام ولكن، إذا ما سلمنا بأن القاعدة القانونية المقترحة لا تملك قوة تأثير حقيقية لماذا إذا تحولت إلى مادة لتزاع صيف بين مجموعات المديرين من جهة وبعض المستثمرين المؤسساتيين وشطاء المسهمين من جهة أخرى؟ إن السبب يكمن على الأرجح في دلائلها المسوية أكثر منه في آثارها العملية. فهذه القاعدة إذا ما تم إقرارها ستكون خطوة إلى الأمام على طريق تقليص سلطة الجهاز التنفيذي على المجلس الذي يترصص أن يضم مصطلح حملة الأسهم. انما يؤيد هذه القاعدة القانونية بقوة، لأننا نأمل منها أن تمهد الطريق لحظوظات عديدة أخرى في الاتجاه ذاته في المستقبل⁹، غير أن مقترح تدخل حملة الأسهم عبر صناديق الاقتراع والذي لا يزال قيد الدراسة في لروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية، لا ينظر منه بعد ذاته أن يملح في جعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصاقاً بحملة الأسهم منهم بالمديرين

ما الذي ينبغي فعله؟

ما الذي ينبغي فعله إذاً أولاً ينبغي جعل طريق المسهمين إلى صناديق الاقتراع أسهل كثيراً عما تنص عليه القاعدة المقترحة التي لا تزال قيد الدراسة لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. عندما ترغب مجموعة كبيرة من المسهمين في إيهال مرشح ما إلى صناديق الاقتراع، فإنه ما من مسوغ على الإطلاق لإرغام هؤلاء المسهمين على تحقيق نصر مؤزر في أحد الانتخابات ومن ثم الانتظار عاماً كاملاً لحوص الانتخاب الثاني. وفي الواقع فإن هذا التأخير المطول قد يرتب على المسهمين في بعض الحالات تكلفة باهظة، ولا سيما عندما يكون تدخل المسهمين قد بات ضرورة لا بد منها نتيجة الأداء السيئ لمجلس الإدارة بتركيبته الراهنة. لذلك ينبغي في جميع انتخابات مجالس الإدارة تمهيد الطريق إلى صناديق الاقتراع أمام أي مجموعة من المسهمين شريطة تحقيق شروط غلبة الامتلاك والحيارة المحددة (ولمقل امتلاك 5 بالمئة من الأسهم لمدة لا تقل عن سنة قبل موعد الانتخابات)

وبالإضافة إلى ذلك فإن تدخل حملة الأسهم يبعث على انطباع سلبي من محاولات إطلاق الانتخابات التي تقتصر على قوائم قصيرة لا بشكل إلا جزءاً صغيراً من مقاعد المجلس يبعث على أن يتمتع حملة الأسهم الذين يحققون شروط التسمية بالحق في المشاركة بالعملية الانتخابية بقوائم موسعة من شأنها أن تستبدل جميع أعضاء المجلس الحالي أو ضمناً كبيراً منهم. إن التهديد الذي تحمله التعديلات الانتخابية التي تطرح قوائم طويلة من هذا النوع من شأنه أن يبعث على نفوس أعضاء المجلس الراهن شعوراً جدياً بالمسؤولية تجاه مصالح حملة الأسهم. وبطبيعة الحال فإن نجاح بحث انتخابي من هذا النوع من شأنه أن يكون له أثر أعمق على الشركة وعلى مصالح مساهميها من مجرد انتخابي يقتصر على قائمة قصيرة. وهكذا فإن القوائم الانتخابية الطويلة سوف تقضي بالضرورة توسيع دائرة العمل الإعلامي الذي يمثل جزءاً مهماً من الممارسة الانتخابية. لكن إذا ما احدها بالحصيل قدرة التعديلات الانتخابية التي لا تدرج ضمن إطار الاستئلاء المدواري. فإن حصص سوية العوائق التي تحول دون تعديلات القوائم الطويلة سيكون تطوراً إيجابياً من منظور المصالح العليا للشركة

وهضلاً عن تمهيد الطريق أمام حملة الأسهم للوصول إلى صناديق الاقتراع فإن هناك جملة من التدابير الأخرى التي يبعث اتخاذها أهمية تمرير الحظر الانتخابي الذي يهدف أعضاء المجلس إلى القواعد المعمول بها بموجب قانون الشركات الحالي تؤمن لأعضاء المجلس تغطية مالية كاملة للعمليات الانتخابية التي يقومون بها بهدف الحفاظ على مقاعدتهم - وهي بذلك تعطيلهم دفناً كبيراً إلى الأمام في سباقهم غير المتكافئ مع المرشحين الخارجيين المحكوم عليهم بشمول حملاتهم ذاتها يبعث في أحكام القانون أن تعمل على التعصيف من حدة العيوب المالية التي تعترض سبيل التعديلات الانتخابية وذلك عبر تحميل الشركات مسؤولية توزيع المواد الانتخابية اللازمة للترشيح للبرامج المرشحين المستقلين الذين نجحوا في الحصول على قدر كاف من التأييد في الجولة الابتدائية ويرعبون في تعريف تنافسيين ببرنامجهم على نحو أفضل. وبالإضافة إلى ذلك يبعث الرام الشركات أيضاً بشمول جزء كبير من التكاليف التي تحملها المرشحون المستقلون شريطة أن ينجح واحد منهم في جمع قدر معين من الأصوات في الانتخابات العامة

تلك التدابير قد تواجه بالطبع بعض المعارضة على أرضية ما يترتب عليها من تكاليف على حساب حملة الأسهم. غير أن تحقيق تطوير حقيقي على صعيد العملية الانتخابية في الشركات يصب في نهاية المطاف في مصلحة الشركات والساهمين على حد سواء. والتدابير المقترحة لا ترمي إلى تقييد موارد الشركة في خدمة مرشحين عينيين لا يحظون بالحد الأدنى من التأييد ولا يملكون أي فرصة حقيقية للظهور بل إن الأموال المحدودة التي تنصرفها الشركات في دعم الترشحات الانتخابية الجديدة ستكون ثمناً رهيباً لإنجاز كبير على صعيد تطوير نظام حوكمة الشركات.

يتمتع أعضاء مجالس الإدارة حالياً بحصانة مصاعمة ضد خطر الاستبعاد عن المجلس ليس فقط عبر التكاليف الباهظة التي تتهدد ماضيهم إذا ما أرادوا الوصول لمجالس الإدارة بشانمة بديلة إلى مساهدين الاقتراح. وإنما أيضاً عبر البنية المرحلية لمجالس الإدارة في الكثير من الشركات. في مجلس الإدارة ذي البنية المرحلية يجري الاقتراح في الانتخابات الدورية كل عام على ثلاث مقاعد المجلس فقط. وكنتيجة مباشرة يمكن القول إن حملة الأسهم وبصرف النظر عن درجة استيانتهم من أداء المجلس. يجب أن يعضوا الانتخابات لصالح مرشحيهم على مدى عامين اثنين إذا ما أرادوا استبدال غالبية أعضاء المجلس وسحب مقابله التحكم بالمجلس من يد الإدارة الحالية. تجدر الإشارة إلى أن غالبية الشركات المسهمة العامة تعتمد اليوم ترتيبات من هذا القبيل فيما يخص بنية مجلس الإدارة.

ومجالس الإدارة ذات البنية المرحلية تؤمن لأعضائها الحصانة والمنعة ليس فقط في مواجهة الترشحات الانتخابية وإنما أيضاً في مواجهة خطر الشراء العدواني لكافة كبيرة من أسهم شركاتهم. إن قانون الشركات الحالي يسمح لأعضاء مجلس الإدارة بالاحتفاظ بالوسيلة الدفاعية التي تعرف باسم «برشامة السهم» وهي عبارة عن بند قانوني يشترط على الراغب في شراء كتلة كبيرة من أسهم الشركة يتم تحديدها في تفاصيل ذلك البند (عادة 10 إلى 20 بالمئة) أن يحصل أولاً على موافقة صريحة من إدارة الشركة. وبالنسبة فإن الشاري. إذا ما لفتت صفحة الشراء معارضة من قبل غالبية الأعضاء في مجلس الإدارة لن يتمكن من إتمام شراء القدر الذي يريد من أسهم الشركة إلا إذا ما نجح في تحريك حملة الأسهم للعمل على استبدال أعضاء المجلس بطريقة جديد لا يعارض إتمام الصفقة.

وإذا ما كان المجلس الذي يعارض واحداً من عروض الشراء المعرية ذاتية مرحلية فإن مؤيدي ذلك العرض سيمكثون مضطربين إلى الوراء في الاستجابات على مدى عامين متتاليين كي يمهّدوا الطريق لقبول العرض - ومن غير المألوف أن يبقى عرض الشراء المدوّس هذا قائماً طوال تلك المدة.

إن الدور السلبي الذي يعارضه مجلس الإدارة ذو البنية المرحلية عبر تقويض تعرض على بعض العروض المعرية من شأنه أن يكلف حملة الأسهم غالباً في دراسة مبدئية حديثة وجدت أنما كوعين بالتعاون مع واحد من مؤلفي هذا الكتاب أن الشركات التي يدي مجلس إدارتها بنية مرحلية مصوصاً عليها في ميثاق الشركة تتميز بانخفاض واضح في قيمة رأس المال¹⁰ تقدم تلك الدراسة الإثبات على أن البنية المرحلية لمجلس الإدارة تعمل واحداً من مسببات تدني قيمة رأس المال. وليس فقط انعكاساً لتدني تلك القيمة. ومن هنا فإن الإصلاحات القانونية التي تعرض على الشركات طرح مقاعد المجلس جميعها دفعة واحدة للمشاركة في العملية الانتخابية، أو تشجيعها على ذلك على الأقل من شأنها أن تسهم على نحو حدي في حماية مصالح المساهمين.

وضع القواعد

هناك سبيل آخر للحد من استهتار أعضاء مجلس الإدارة بمصالح حملة الأسهم وهو إلغاء حق النقض «الميتو» الذي يتمتع به المجلس فيما يخص ادخال التعديلات على الترتيبات الأساسية في نظام حوكمة الشركة. تتحدد تلك الترتيبات في صيغتها الأصلية إما عبر قوانين الولاية التي تعنص مقر تسجيل الشركة أو عبر ميثاق تأسيس الشركة. بعض قانون الشركات الحالي، والذي لم يشهد أي تعديل بهذا الخصوص منذ سنوات طويلة على أن المجلس وحده وليس مجموعات المساهمين، مهما بلغ عددهم، هو من يملك الحق بتقديم المبادرات حول تبهير صفة تسجيل الشركة أو حول ادخال التمديل إلى ميثاق الشركة ويطرح تلك المبادرات للتصويت عليها من قبل عموم حملة الأسهم.

نطلي هوانب الأوراق المالية الفيدرالية حملة الأسهم الحق في صياغة أفكارهم ومترحاتهم على شكل توصيات تحمل اسم قرارات حملة الأسهم لكن تلك القرارات لا

تعمل حملة الإكرام شهداء السموات الأخيرة أعداداً مزايدة من المقترحات المقدمة من جماعات المساهمين في شركات يدير مجلس الإدارة فيها بنية هراغليفية التي تدعو إلى توسيع الاستجابات السلبية لتشمل جميع أعضاء المجلس. غير أن مجالس إدارة الشركات عالياً ما تعيل إلى تجاهل مثل تلك المقترحات حتى لو حظيت بأغلبية الأصوات لدى التصويت عليها من قبل حملة الأسهم.

غالباً ما يحاول البعض تسويق سيطرة أعضاء مجلس الإدارة على أحدة الشركات على قاعدة القول. إن نظام الشركات الأمريكية هو نظام قائم كلياً على «ديمقراطية المتكلمين» التي تتيح لحملة الأسهم المشاركة في صنع القرار فقط عبر ممثلهم أي أعضاء مجلس الإدارة. من الناحية النظرية إذا كل بمشاور حملة الأسهم أن يستبدلوا أعضاء مجلس الإدارة بسهولة ويسر. فإن ذلك قد يكون كاهياً لردع هؤلاء عن الجسوح بمبدأ عن رغبات حملة الأسهم وتطلعاتهم فيما يخص القضايا المهمة والموجهات الرئيسة للشركة.

غير أن استبدال أعضاء من المجلس كما سبق أن رأينا، مسألة معقوفة بالكثير من الصعوبات في ظل الترتيبات القانونية الحالية وسوف تظل صعبة المائل حتى إذا تم إقرار الإصلاحات الانتعاشية المقترحة التي مارالت قيد الدراسة في أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية وفصلاً عن ذلك فربما كان حملة الأسهم راضين عن الأداء العام لإدارة الشركة لكنهم مع ذلك يدرعون في وضع بعض الضوابط التي تحد من سلطة الإدارة أو تخلص من صلاحياتها في هذا الأمر أو ذلك. بمعنى أن يكون لحملة الأسهم القدرة على أحداث بعض التغيير في الترتيبات الإدارية دون أن يضطروا في ذلك إلى استبدال مجلس الإدارة.

إن عدم قدرة حملة الأسهم على إطلاق مبادرات التغيير والمشاركة في انفاذ القرار بشأن تغيير أو تعديل بعض الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة قد أدى مع مرور الزمن إلى انعطاف تلك الترتيبات على نحو واضح في الاتجاه الذي يخدم مصالح الجهاز التنفيذي على حساب مصالح حملة الأسهم. من الطبيعي أن تمتد الشركات كلما طرأت لديها مسائل أو ظروف جديدة إلى تبني تعديلات في ميثاقها تصبغ المجال لمواجهة تلك المسجديات على نحو أكثر فعالية. غير أن معظم الشركات في حقيقة الأمر لا يبادر إلى

تتسبب التعديلات اللازمة الا اذا لقيت تلك التعديلات الاستحسان لدى ادارتها¹¹ ومن جهة أخرى فإن السلطات الحكومية التي تسعى بدورها لاجتذاب مزيد من الشركات الى ولاياتها للتسجيل لا تهودع أو تقل سجلها اليها لديها بالطبع حساباتها التي تدفعها الى مراعاة أهواء الجهاز الإداري حتى لو جاء ذلك على حساب مصالح المساهمين¹²

إن إعطاء حملة الأسهم الحق في إطلاق المبادرات والتصويت على المقترحات بشأن تعديل صفة تسجيل الشركة أو إجراء بعد التعديل في ميثاقها من شأنه أن يحدث بين يوم وليلة تطوراً موهباً في سوية حوكمة الشركة وإعطاء المساهمين صلاحية إحداث بعض التعديل على الترتيبات النافذة لأطوب الحوكمة من شأنه أن يقلل من الحاجة إلى تدخل الأطراف الخارجية المختلفة كاليهيئات الرقابية والتنسيقية والحقوقية وغيرها

وبه الحقيقة، «دأ ما أعطي المساهمون الصلاحيات اللازمة لإرساء القواعد الأساسية التي تحكم نظام حوكمة الشركات سيكون بمقدورهم توظيف تلك الصلاحيات لمعالجة العديد من المشكلات التي أتت على مفاصلها فيما تقدم من الكتاب سيكون بمقدورهم وضع القواعد التي تساعد على تشكيل مجالس الإدارة ذات البنية الملائمة أو تعديل انتخابات أعضاء المجلس. وسيكون بمقدورهم أيضاً إقرار ما يلزم من التعديل في ميثاق الشركة لتطوير عملية تحديد أجور المديرين أو وضع الحدود التي يرونها مناسبة لتبسيط ترتيبات الترميمات.

اعتراضات ضد تقليص حصانة مجلس الإدارة

يمرّس انصار سلطة الجهاز الإداري بشدة على أي مقترح من شأنه أن يقلل من شعانة الجدار الذي يحرل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. أو أن يحمل أعضاء المجلس عرصة لخطر الإقالة كذلك فهم يمارسون أيضاً إعطاء حملة الأسهم صلاحية إطلاق المبادرات أو التصويت على المقترحات فيما يخص الترتيبات الأساسية المتعلقة بنظام حوكمة الشركة

آثار عكسية؟

يحدد ممارسو الإصلاح من أن إعطاء حملة الأسهم الصلاحيات التي تحولهم استبدال أعضاء مجلس الإدارة أو إحداث التغيير في ميثاق الشركة سيكون له آثاره العكسية. وحسنهم

في ذلك تقوم على الاعتقاد بأن مثل هذه التدابير سوف تذهب بالشركة الى حالة من التمرق من شأنها أن تلهي ادارة الشركة عن مهامها الحقيقية¹³ اذا أصبحت المعارك الانتهازية هي القاعدة وليس الاستقاء. فبالشركات. على حد رعم مفارصبي الإصلاح. سوف تضطر الى تحمل اعباء مالية اضافية كبيرة لا داعي لها. والا هم من ذلك ان جهود واهتمام الجهاز الإداري سوف تتحول عن المعاليات المنتجة وتشتت في اتجاهات أخرى لا طائل منها

غير ان إعطاء حملة الاسهم صلاحيات التدخل لا يفي بالضرورة أنهم سوف يدايرون على استخدام تلك الصلاحيات بصورة منتظمة بل انهم على الأرجح لن يلجؤوا الى استخدام تلك الصلاحيات إلا في الحالات النادرة التي تترق فيها عربة الإدارة عن سكة رعاية مصالح حملة الاسهم وترفض ان تصحح مسارها متجاهلة الاستياء المتنامي الذي يسود صفوف السهمين. وهكذا فإن التكاليف الإضافية التي تترتب على إدارة المعارك الانتهازية سوف تبقى عملياً محصورة ضمن نطاق ضيق لا يتجاوز حدود فكة هيلة من الشركات

وحالفاً للعدد القليل من الحالات التي تضطر فيها الشركات بالعمل إلى تحمل تلك التكاليف فإن الموارد المنتظرة من توسيع صلاحيات السهمين سوف نعم على الشركات جميعها دون استثناء أولاً وقبل كل شيء فإن أعضاء مجلس الإدارة عندما يدركون أن حملة الأسهم قادرون على التدخل في أي وقت. سهمين دون على المالب اهتماماً أكبر بالخصاي التي تمس مصالح حملة الاسهم. ومن هنا فإن نمبير موارد القوى لجهة تر جميع كفة حملة الاسهم من شأنه ان يسهم في تحسين دواضع وسلوك الجهاز الإداري في الكثير من الشركات المسهمة العامة ذات الملكية الموزعة. إن إعطاء السهمين صلاحيات واسعة للتدخل عند الضرورة سوف يجعل استخدامهم لتلك الصلاحيات عموماً أمراً لا ضرورة له

كذلك يحد المعارضون أيضاً من أن الإصلاحات التي تصمم من معة المجلس في وجه تدخل حملة الأسهم لن تخدم فعلاً مصالح هؤلاء بقدر ما سوف تخدم التوجهات الخاصة¹⁴ وهم يرون ان إعطاء حملة الاسهم قدرة أكبر على إيهال مر شعبيهم الى مجلس الإدارة سوف يقود إلى انتخابات يكون الحسم فيها لصالح المرشحين ذوي التوجهات الخاصة الذين سيمثلون منهم إلى مجلس الإدارة أجد انهم العامة التجريبية أو البيئية أو الاجتماعية. كما ان إعطاء السهمين صلاحيات واسعة لإعمال التمدل في مهتالي الشركة سوف يسهم على نحو مشابه

أيضاً إلى خدمة برامج مجموعات من ذوي التوجهات الخاصة على حساب مصالح الشركة غير أن صلاحيات المساهمين المنصوص عليها في مقترحات الإصلاح تلك لا يمكن استخدامها إلا بموجب التصويت ويتأيد فريق من حملة الأسهم يعود على غالبية أسهم المشاركين في عملية التصويت. ولا يخفى أن معظم تلك الأسهم في حيازة مستثمرين المؤسساتيين ومعظم المؤسسات الاستثمارية من تصوت ضد الإدارة إلا في المسائل التي تستثمر فيها أن الإدارة تتصرف على نحو قد يصير كثيراً بقيمة رأس المال المسهم

كذلك يمتدح معارضة الإصلاح أيضاً حجة أخرى مفادها أن مجلس الإدارة يتفوق بوصفهم همما بمحس إدارة الشركة من حيث الخبرة والمعرفة على أكثر حملة الأسهم حنكة وأوسعهم ثقافة¹⁵ غير أن المساهمين لا يذكرون على المجلس لصفته من حيث المعرفة والخبرة. تشير الإحصاءات إلى أن توجهات المساهمين المؤسساتيين أثناء مشاركاتهم في عمليات التصويت تمكس احتراماً كبيراً لما نظر حه مجالس الإدارة من أفكار وما يتبعها من مواقف. والسؤال هنا هو التالي: هل ينبغي فضلاً عن المساهمين من التدخل في الحالات النادرة التي يرى عيونه فيها بالتدخل؟ إن تكثيف أيادي المساهمين بمطلق الوصاية هذا يبدو غير مسوغ. ولا سيما إذا ما أخذنا بالحسبان أن رأس المال المسهم يتركز إلى حد بعيد في أيدي المستثمرين المؤسساتيين. وكما قالت المحكمة العديدة العليا في إحدى قضاياها المتعلقة بالأوراق المالية فإن «الجهار الإداري ينبغي أن يترك عن رسم سدة الأعمال على وجه المستثمرين»¹⁶

وهناك أيضاً اعتراض آخر يرفقه معارضة الإصلاح يتعلق بمصالح المساهمين على المدى البعيد. يقول المعارضون إن شامي بمود المساهمين قد يضطر الجهار الإداري إلى التصرف كما لو كان مصاباً «بقصر النظر» ويدفعه إلى التردد على تحقيق نتائج إيجابية على المدى القريب ثمكسه من تقاضي تدخل المساهمين¹⁷ لقد سبق أن طرحت حجة داء قصر النظر هذه في النقاشات الأولى حول مسألة الاستيلاء العدواني حيث جرى توسيها كخطر يتهدد مستقبل الشركات وذلك بهدف تسريع تحصين الإدارة في مواجهة تحديات الاستيلاء¹⁸ لكن الواقع يبين أنه ليس هناك أي إثبات على أن ظاهرة قصر النظر تلك تمثل تهديداً حقيقياً يبرر بالفعل التكاليف المترتبة على تحصين مجلس الإدارة في مواجهة المؤثرات الخارجية

والحقيقة أن المعلومات التجريبية تبين بوضوح أن الشركات الأكثر نمواً في مواجهة تحديات الاستيلاء تسجل قيمة سوقية أدنى وأداءً تعديلاً أكثر تواضعاً¹⁹ وفي جميع الأحوال فإن الاعتراضات القائمة على تهديدات قصر النظر لا ينبغي لها أن تتجاوز حدود المطالبات بحصر صلاحيات حملة الأسهم في التدخل ضمن مدد زمنية محدودة أو فرض تأخير زمني مناسب بدلاً من السماح لهؤلاء بالتدخل متى يشاؤون. على أن تلك الاعتراضات لا تقدم في أي حال من الأحوال قاعدة يمكن أن يبنى عليها نظام لا يعطي حملة الأسهم أي فرصة للتدخل. مهما طال استقارهم. لا على صعيد تعديل ميثاق الشركة. ولا على صعيد استبدال مجلس الإدارة إذا ما ارتأوا ذلك.

وأخيراً فإن عزل المجلس عن دائرة تأثير حملة الأسهم أمر ضروري. حسب رعم بعض المعارضين. كي يتمكن المجلس من حماية مصالح أصحاب الحقوق الأخرى كموظفي الشركة على سبيل المثال²⁰ غير أن محصين المجلس بعدد عزل. وبالرغم من إضافة من مسؤولية أعضاء المجلس أمام حملة الأسهم. لا يصر على أعضاء المجلس أي مسؤولية أمام أصحاب الحقوق بل أن الإيمان في تحصيل المجلس يعني أعضاءه من كل أشكال المسؤولية. ويؤمن لهم الحصانة ضد المساءلة في حالة الأداء الضعيف الذي يصر بمصالح حملة الأسهم وأصحاب الحقوق بأن مما لذلك فإن التمسك بحماية مصالح أصحاب الحقوق لا ينبغي لهم أن يذهبوا إلى تأييد ودعم المجلس وحصينه. وحري بهم أن يسعوا بدلاً من ذلك إلى إقرار بعض الترتيبات المصممة حصيصاً على مقاس مصالح أصحاب الحقوق أنفسهم.

ثيمس الآن؟

يرغم معارضة إعطاء السهميين مزيداً من الصلاحيات أيضاً أن الوقت في جميع الأحوال لم يحن بعد للنظر في إصلاحات من هذا القبيل²¹ فالإصلاحات الأخيرة على حد رعمهم. قد تكون كفيلة بمعالجة مشكلات الماضي فيما يخص نظام حوكمة الشركات مماثلة جذرية وشاملة. وعليها حسب رعمهم أن ينتظر على الأقل بضع سنوات كي يتسنى لنا أن نرى آثار تلك الإصلاحات وأخطاها قبل أن نخلص إلى القول بالحاجة إلى مزيد من الإصلاح.

لا شك في أن الإصلاحات الأخيرة تمثل خطوة إلى الأمام في العديد من القضايا، غير أنه وكما أوصعنا سابقاً، لا أساس للتوقعات التي نذهب إلى أن تلك الإصلاحات من شأنها أن تقدم حلولاً جذرية لمشكلات نظام حوكمة الشركات الحالي التي تكشفت في السنوات الأخيرة. وعلى وجه الخصوص فإن شرط استقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكن الاعتماد عليه بعد ذاته لضمان اصطلاح أعضاء المجلس بمسؤولياتهم بوضعهم حراً، أمّا على مصالح حملة الأسهم

القصة التي سردناها في هذا الكتاب هي قصة بأمل أن تساعد على إدراك حقيقة أن الإصلاحات الأخيرة على أهميتها غير كافية. لقد قمنا في فصول الكتاب بتشخيص العوامل الكثيرة، الاقتصادية منها والاجتماعية التي تسهم في تقويض فاعلية أعضاء مجلس الإدارة في قيامهم بدورهم المهم في حماية مصالح حملة الأسهم. كما بينّا أيضاً أن الإصلاحات الأخيرة لا يمكن أن ينتظر منها أن تنجح في إلغاء تلك العوامل أو التظلم عليها، والوفد الآن لهم مناسباً على الإطلاق لإيقاف مسيرة اصلاح نظام حوكمة الشركات

الوعي والواقع

لقد حتمنا الفصل 15 بتسليط الضوء على الأثر الذي يمكن أن يخلقه إدراك حقيقة لمشكلات المتعلقة بتمويضات المديرين على الواقع العملي لتلك التمويضات. وهما أيضاً نود أن نطرح هذا الفصل بالتأكيد على أهمية الإدراك الواعي للمشكلات الناجمة عن عزل أعضاء مجلس الإدارة عن دائرة تأثير حملة الأسهم. إن الإدراك الواعي لعظمة تلك المشكلات يمثل شرطاً أساسياً للشروع بالإصلاحات اللازمة لمعالجتها

كثيراً ما يجري تصوير سلطة المجلس ومنته في وجه تأثير حملة الأسهم على أنها نتيجة حتمية لحالة التبعثر الشديد للملكية التي تمثل سمة عامة لمعظم الشركات في عصرنا الراهن. لكن الحقيقة أن حرماً كبيراً من سلطة المجلس إنما يجد جذوره في القواعد القانونية التي تنص على عزل كبار الإداريين عن دائرة تدخل المساهمين. وتظهر تلك القواعد سوف يقلص من حرية أعضاء مجلس الإدارة في الشغل. بعيداً عن مصالح حملة الأسهم ويقدم اسهاماً كبيراً في تحسين نظام حوكمة الشركات

تجبر أن الموائق السياسية التي تترصص طريق الإصلاحات القانونية الضرورية كثيرة وشائكة فإدارات الشركات تشكل ومعد زمن في سياسات قانون الشركات الأمريكي فئة مهمة تتمتع بعمود واسع والسلطة التي تصنها القواعد القانونية في أيدي الجهاز الإداري تعطيه بدورها مبرداً من القوة في حربه ضد المحاولات الرامية إلى تغيير الوضع القائم. وكما سبق أن ناقشنا فإن الأطراف المؤيدة لسلطة الأجهزة الإدارية. وفي مقدمتها مطاوعة الأعضاء المستديرة. قد دأبت على شن حملات المعارضة العنيفة في وجه مبادرات التغيير التي لم يسلم منها ذلك المقترح فائق اللبوة الذي قدمته هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي والذي يمحى على السماح للمساهمين في بعض الحالات الخاصة بتسمية عدد قليل من المرشحين وتقديمهم إلى صناديق الاقتراع للمباشرة على قلة قليلة من مقاعد المجلس

إن أحداث تفسير حقيقي في موارد القوى بين الإدارة وحلقة الأسهم يقتضي أن تبلغ مطالبية المستثمرين بالإصلاحات من الشدة ما يكفي للتملب على قدرة الجهاز الإداري الكبيرة على إعاقة تلك الإصلاحات التي من شأنها أن تسحب من هذا الأخير بعضاً من سلطته ومن مكانه الخاصة وهذا لا يمكن أن يحدث إلا إذا أدرك المستثمرون وستاع القرار فداحة التكاليف التي تترتب على الترتيبات الحالية. وأدركوا أيضاً أن أي حد يتوقف حل المشكلات القائمة على معالجة المشكلة الأساسية المتمثلة في مسؤولية مجلس الإدارة. بأمل أن يساعد هذا الكتاب على إدراك تلك الحقائق

ملاحظات

المصدر

عبارة مشهورة عن كيم كلارك، الرئيس التنفيذي لشركة: «تسلا» من المشكلة حقاً في بعض التفاحات الممتدة أم أنه الصنوبر؟ ملاحظات معدة للنادي الصحفي الوطني، 26 شباط/فبراير 2003، كلية الأعمال في هارفرد.

Kim Clark, "Corporate Scandals: Is It a Problem of Bad Apples, or Is It the Barrel?" Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003. Harvard Business School.

- 1- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy. «The Trouble with Stock Options,» *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 51
 - 2- Hall and Murphy «The Trouble with Stock Options».
 - 3- James Revett, «No Money, Fewer Problems, Is It a Good Idea to Get Rid of the \$1 Million CEO Pay Ceiling?» *Fortune*, March 31 2003, 34.
 - 4-Kevin J. Murphy, "Executive Compensation," in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, ed. L. ed. Orly Ashenfelter and David Card, 2487 (New York: Elsevier 1999).
- يتميز نموذج بواسطه التمثيل البشري ان الريادة في حجم أوراق البحوث الأكاديمية حول موضوع أجور المديرين العاملين تتجاوز موضوع الريادة في إجمالي أجر المدير العام أثناء أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات.
- 5- Gresh S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives* (New York: W. W. Norton, 1991); Robert A. G. Monks and Nell Minow, *Corporate Governance*, 3rd ed. (Oxford: Blackwell Publishing, 2001), 221–225.

٤- للاطلاع على نصوص مرجعية من قبل خبراء القانون انظر

Linda J. Barris, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Journal* 68 (1992): 39; Marc J. Lernerstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform», *Southern Methodist University Law Review* 50 (1996): 201; Carl T. Bogusz, «Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy», *Buffalo Law Review* 41 (1993): 1; Eric W. Orts, «Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm», *Yale Law and Policy Review* 16 (1996): 265 - 329; and Charles M. Yablon, «Bonus Questions - Executive Compensation in the Era of Pay for Performance», *Notre Dame Law Review* 75 (1999): 271.

وللاطلاع على نصوص نتائج المسألة من وجهة النظر المؤسسية أو الاجتماعية انظر على

مصيل المثال.

Michael Patrick Allen, «Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation», *American Journal of Sociology* 86 (1981): 1112 - 123; Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives», *Administrative Science Quarterly* 38 (1993): 438 - 461; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes», *Strategic Management Journal* 10 (1989): 121 - 134; Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation», *Strategic Management Journal* 9 (1989): 543 - 538; Charles A. O'Reilly III, Brian G. Main, and Grief S. Crystal, «CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories», *Administrative Science Quarterly* 33 (1988): 257 - 274; Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation», *Academy of Management Journal* 35 (1992): 505 - 538; James W. Waddock, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chaudhrai, «Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence», *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 547 - 603; and Meyer N. Zald, «The Power and Functions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis» *American Journal of Sociology* 75 (1969): 97

7. Oliver Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do with Cash Windfalls?» *Journal of Financial Economics* 36 (1994): 337 - 360; David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements», *Journal of Finance* 52 (1997): 449 - 476. and Marianne Bertrand and Scott H. Harrison, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Aren't», *Quarterly Journal of Economics* 111 (1996): 1057-1075.

8- النظر

Lucian A. Bebchuk, Isaac M. Fried, and David I. Walker, «Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation», *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 751; and Lucian A. Bebchuk, and Isaac M. Fried, «Executive Compensation as an Agency Problem», *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 72

9. للاطلاع على تحليلات من هذا المنظور، أديت العلوم المالية والاقتصادية انظر على

سور المثال

John M. Aghion and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering», *Journal of Economic Perspectives* 13 (1999): 143 -168; Murphy, «Executive Compensation»; and John E. Core, Wayne Guay, and David F. Litchen, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», *Economic Policy Review* 9 (2003): 27 - 50.

كذلك، فإن رؤية التماثل على نطاق المراجع تحظى بدعم وتأييد فئة مهمة من خبراء القانون، للاطلاع على بعض النقاشات المبكرة الشهيرة التي أدارها خبراء القانون حول موضوع توصيات المديرين انظر

Frank H. Easterbrook, «Managers, Discretion and Investors: Welfare Theories and Evidence», *Delaware Journal of Corporate Law* 9 (1984): 340 - 371 and Daniel R. Fischel, «The Corporate Governance Movement», *Vanderbilt Law Review* 35 (1982): 1239 -



10. Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives», *Journal of Political Economy* 98 (1990): 225 - 264; and Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «CEO Incentives: It's Not How much You Pay, but How», *Harvard Business Review* 68 (1990): 138 - 153.

١- للاطلاع على واحد من الأعمال التقليدية القائمة على رؤية تخصي مثل تلك المواقف النفسية بدور عدم وعيها انظر

Abraham H. Maslow, «A Theory of Human Motivations», *Psychology Review* 50 (1943): 370 - 396.

12. Clarence B. Randall, *The Executive in Transition* (New York: McGraw Hill, 1967), 26.

13- Lucian A. Bebchuk and Yaniv Grinstein, «The Growth of Executive Pay», working paper Harvard Law School and Cornell University, 2004.

٢. الرواية الرسمية

عبارة مقتبسة من إير. إم. ميلستين مأخوذة من

Ir. M. Milstein, «The Professional Board», *Business Lawyer* 50 (1995): 1428.

1- Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «Corporate Ownership around the World», *Journal of Finance* 54 (1999): 471 - 517

2- Adolf A. Berle Jr and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan, 1932).

3- يهود المرجع التفاسي حول هذه المسألة إلى

Michael C. Jensen and William Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305 - 360.

4- Jensen and Meckling, «Theory of the Firm», 305 - 360; and Oliver Williamson, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm* (Englewood

Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1985).

5- Michael C. Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review* 76 (1986): 323 - 329.

6- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments», *Journal of Financial Economics* 25 (1989): 123 - 140

7. انظر على سبيل المثال: Delaware General Corporate Law, sec. 141.

8. John E. Core, Wayne Guay, and David F. Lacker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», *Economic Policy Review* 9 (2003): 27-39.

9. انظر

Bruton v. Eisner, Delaware Supreme Court, 746 A.2d 244, 242, 263 (2000).

10. من الدراسات الحديثة التي تقدم تحقيقاً شاملاً حول تلك المحاولات البعثية

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, pt. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2425-2563; and Core, Guay, and Lacker, «Executive

Compensation and Incentives in Firms»

11. من الأعمال الكلاسيكية في هذا الموضوع:

J. A. Mirrlees, «The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization», *Bell Journal of Economics* 7 (1976): 105-131; Bengt Holmstrom, «Incentives and Observability», *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 74-91, and Steven Shleifer, «Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship», *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 35-53.

للاطلاع على تحقيق جديد حول انعكاسات نظرية الوكالة الرئيس على تنوعيات المدير العام

انظر Murphy, «Executive Compensation»

12. انظر على سبيل المثال

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top Management Incentives», *Journal of Political Economy* 98 (1990): 225-264.

13. انظر على سبيل المثال

Lucian A. Bebchuk and Christine Jaffe, «Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth», *Journal of Law, Economics, and Organization* 15 (1999): 487-502.

14. Iru Kay, Ph.D., testimony before the Senate Finance Committee, April 2002. <http://finance.senate.gov/recordings/testimony/041302/irukay.pdf> 2 (accessed April 29, 2004).

15- انظر على سبيل المثال

Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle», *Delaware Journal of Corporate Law* (2003): 129-183

16- انظر

Jay W. Lorsch, «Compensating Corporate CEOs: A Process View», *Harvard Business School working paper* #98-013, 1998, 48.

2. هل كانت صجالات الإدارة لتساوم المديرين على صطال ذراعها؟

عبارة مقبولة من آدم سميث، مأخوذة من-

Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (New York: Modern Library, 1937), 107

1. Stacey R. Koles, «The Complexity of Compensation Contracts», *Journal of Financial Economics* 43 (1997): 10.
2. Stacey Burke, Glenn Davis, Chris Lorysz, Connor Murphy, and Sergio Scheuchner, *Board Structures/Board Pay 2002* (Washington, DC: Investor Responsibility Research Center 2002), 43.
3. Burke, Davis, Lorysz, Murphy, and Scheuchner, *Board Structures/Board Pay 2002*, 4.

4- قانون الإيرادات الضريبية الداخلية، المادة 62 (m).

Internal Revenue Code, sec. 162(m).

الموظفون المشمولون بتوصياتهم بأحكام هذه المادة هم المدير العام التنفيذي أو من يتمتع بصلاحياته، والموظفون الأربعة ذوو التمتعيات الأعلى (أي، هذا المدير العام) بين مجموع الموظفين الذين يجب على الشركة التصريح عن توصياتهم بموجب أحكام قانون سولي الأوراني المالية لعام 1934، انظر 26 CFR § 1.162-2 (c)(2)(27) (التي تتضمن تعريف الموظفين المشمولين بالمادة 162 (m)). أما أعضاء مجلس الإدارة من غير الموظفين، الذين تربطهم بالشركة عقود استشارية أو الذين يتقاضون من الشركة أرباحاً أو مكافآت لقاء مهام أخرى خارج حدود المهام المنوطة بمضوية المجلس، فلا ينظر إليهم كأعضاء خارجيين في المجلس فيما يخص المادة 162 (m). انظر 26 CFR § 1.162-2 (c)(2)(27).

- 5- Robert Charles Clark, *Corporate Law* (Boston: Little, Brown and Company, 1986), 194.
- 6- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A, American Stock Exchange Company Guide sec. 121. 304009; SEC Release No. 34 - 40745 (November 4, 2000); and SEC Release No. 34 - 40863 (December 1, 2003).
- 7 - تعامل سوق الأوراق المالية الأمريكية AMEX، شركات الاعمال الصغيرة، معاملة استثنائية بحيث لا يطلب من تلك الشركات الصغيرة الا ان يكون مجلس إدارتها مكوناً بصفة 50 بالمئة أو أكثر من الأعضاء المستقلين. انظر دليل الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، المادة 1121B(2)(c).
- 8- Pearl Meyer & Partners, «Executive Pay Trends, Looking Forward and Looking Back» (2002): 3. and Garry Sirman, «Companies Pury Up to Keep Directors: Board Seats Have Become Hot Seats.» USA Today, November 21, 2002, B1.
- 9- UAL Corp Form 10 - K (Filed March 28, 2003): 104; and Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Form 10-K/A (Filed July 7, 2003): 3.
- 10- Lucian A. Bebchuk and Marcel Kahn, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests.» *California Law Review* 78 (1990): 1071 - 1135.
- 11- Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot.» *Business Lawyer* 59 (2003): 43 - 66.
- 12- Brian G. M. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives.» *Industrial and Corporate Change* 11 (1995): 30234). Victor Brudney, «The Independent Director - Heavenly City or Potemkin Village?» *Harvard Law Review* 95 (1982): 610, n. 39; and Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO.» *American Economic Law Review* 88 (1998): 96 - 97.

للإطلاع على مراجعة مؤسسة للأدبيات الاقتصادية عن موضوع مجلس الإدارة انظر

Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, «Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature», Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 (2003): 7-26.

13. جون شيلدرزاني وبرمالك أن 78 بالمئة من أصل 341 من الشركات العامة المسجلة المدرجة في قائمة فورشي 500 التي شملتها الدراسة التي أجريها في العام 1994 كل لديها لجنة ترشيح. وأن المدير العام التنفيذي كان عضواً في تلك اللجنة في 33 بالمئة من تلك الشركات.

Anil Shivdasani and David Yermack, «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis», *Journal of Finance* 54 (1999): 1834.

14. Burke, Davis, Loozya, Murphy, and Schaefer, *Board Structure/Board Pay* 2002: 40.

15. Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», and Cynthia A. Montgomery and Rhonda Kaufman, «The Board's Missing Link», *Harvard Business Review* 81 (2003): 89.

16. NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A. American Stock Exchange Company Guide sec. 804, and SEC Release No. 3448745- (November 4, 2003).

17. Daniel Naeem, «Opening the Board: The Fight Is On to Determine Who Will Guide the Selection of Directors in the Future», *Wall Street Journal*, October 27, 2003, R8.

18. مدير عام شركة تايكو قام بصرف مبلغ 20 مليون \$ لواحد من أعضاء مجلس الإدارة. وتعد هذا السيد فرانك بولش. على شكل معبولة وساطة، تقديراً له على دوره في ترتيب إحدى الصفقات. انظر

Jeffrey Kramer, «Tyco Sues 2 Former Executives Accused of Pay Impropriety, a Coverup», *Boston Globe*, June 18, 2002, D1.

مدير عام شركة وورلدكوم السيد بيرنارد أبرس، وافق لعضو مجلس الإدارة ورئيس لجنة الترميمات فيها السيد ستانلي إيه. كوكيت الابن، على استئجار طائرة من طائرات الشركة. من طراز فالكون 20 لقاء أجر قدره 1 \$ شهرياً بضاعت إليه 400 \$ في الساعة وبعض النفقات البسيطة

الأخرى. وذلك في رعي بلغت فيه القيمة المادية لهدم استخبار طائرة من طائرات الشركة ما لا يقل عن بضعة آلاف الدولارات كساعة الواحد. انظر

Sezen Pulkian, Jared Sandberg, and Deborah Solomon, «WorldCom Board Will Consider Rescinding Eberts' Severance», Wall Street Journal, September 10, 2002, A1.

قدّرت قيمة عقد الإيجار بين 1.4 مليون \$ و 3.4 مليون \$. وقد اُضحى ريتشارد بريمن، المراقب المكلف من قبل هيئة المحكمة بدراسة ملائمة ذلك العقد وتدهير قيمته بأن يحدد السيد كيليوت على الأقل 4. مليون \$ إلى حرية الشركة.

Christopher Stern, «WorldCom Director Urged to Leave», Washington Post, September

EXHIBIT

توصل كيليوت أخيراً إلى تسوية مقبولة أن يقوم بتحويل وورد كوم بمعدل 33,000 \$ عن كل ساعة. بصفتي بسدد مبلغاً قدره 156,000 \$ إلى حرية الشركة ويتخلى عن جميع الأسهم والاستحقاقات الأخرى التي له في ذمة الشركة.

19- للاطلاع على تفاصيل الأمثلة الواردة في هذه المشرة انظر

Gary Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?», USA Today, March 5, 2002, 1A.

20- Victor Bransty and Allen Ferrell, «Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving», University of Chicago Law Review 69 (2002): 1197

21- Strauss, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?»

22- In re Oracle Corp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917, 920-921 (Del. Ch.

EXHIBIT

23- هناك دلائل تؤكد أن المديرين وأعضاء مجالس الإدارة يسمون صوماً إلى إشباع شركائهم بالتسريع للجهات المبررة التي يفضلونها. وعلى سبيل المثال فقد انتزع المدير العام للمصارف لشركة فورد السيد جاك ناصر نهذاً من الشركة بتقديم محبة دراسة باسمه لخدمة يحتاجها بمسحه. انظر

Jeann S. Labian, «Many Former Chief Executives Got Lush Perks and Fat Fees for Limited 'Consulting' Work», Wall Street Journal, September 3, 2002, B1

Richard A. Oppel Jr., «Senate Panel Says Enron's Board Could Have Stopped High Risk Practices», New York Times, July 7, 2002, 1.

25- NYSE Listed Company Manual Rule 303A, NASD Rule 4350; and American Stock Exchange Company Guide sec. 121

مركز في المناقشة المالية على شروط التسجيل في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE وذلك بسبب ما تتمتع به تلك السوق من أهمية كبيرة وشهرة واسعة

26- NYSE Listed Company Manual Rule 303A.02(b)(iv).

تحدد بامدادك وأمينك مبلغ تلك التحويلات بالقيمة 540,000 انظر

NASD Manual 4200(a)(14)(B); American Stock Exchange Company Guide sec. 121A(b).

27- نقدياً على القاعدة القانونية في (303A.02(b)) في دليل الشركات المسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية يمكن القول إن معايير بامدادك أكثر تشدداً فيما يخص عدد النقطة. أعضاء مجلس الإدارة الذين لم يظهروا رغبة من الدرجة الأولى مع بعض العاملين في الشركة. والذين يستوفون شروط التسمية كأعضاء مستقلين وفق معايير سوق نيويورك للأوراق المالية. لا يندرج أعضاء مستقلين وفق معايير بامدادك انظر (NASD Manual 4200(a)(14)(C).

28- NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

المحدود المعتمدة من قبل سوق الأوراق المالية الأمريكية وكذلك أيضاً من قبل بامدادك هي 5200,000 أو 5 بالمائة من إجمالي المائتات.

American Stock Exchange Company Guide. sec. 12 1A(4); and NASD Manual 4200(a)

§ 400.00

29- تعليق حاكم القاعدة القانونية

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

30- Kevin Hallock, «Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships», in *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, ed. Jennifer Carpenter and David Vermeck (Barnes: Kluwer Academic Publishers, 1999), 58.

لاستكشاف العوامل التي تشجع على تشابك عضوية مجالس الإدارة على مستوى المديرين

العامي انظر

Elinor M. Fich and Lawrence J. White, «Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?» working paper, New York University School of Business, 2001.

31- Ivan E. Brick, Oded Palmon, and John K. Wald, «CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism,» working paper, Rutgers University Business School, September 2002, 29.

32- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation».

وبصورة مشابهة فإن أجور المدير العام تعمل على الإرتفاع أكثر واحتمال حصوله على حصة ميوست ذهبية ينمو أكبر، كلما كانت نسبة أعضاء المجلس الخارجيين المهيمنين في هذه أكثر ارتفاعاً.

33- Balash Khanna, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 83.

34- Khanna, Searching for a Corporate Savior 84

35- Melvin A. Eisenberg, «The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations,» 7th Annual Corporate Governance Institute, SE34 ALI-ABA (1999): 117- 118.

36- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 304.

37- Burke, Davis, Leary, Murphy, and Schuchter, Board Structure/Board Pay 2002, 47

38- Graef S. Crystal, In Search of Excom: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton, 1991).

39- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation»,

40- أثناء العام 2003، سميت اثنا عشر شركة الكبرى من الشركات المسهمة العامة الصناعية والخدماتية، جميعها فيما عدا فئة قليلة منها، إلى ادخال حقوق الملكية ضمن بنية أجور أعضاء مجالس الإدارة.

Pearl Meyer & Partners, «2003 Director Compensation» (2003): 9; <http://www.enrpay.com/financialdata/compensation/2003/2003.html>.

41- George P. Baker, Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy, «Compensation and Incentives: Practice vs. Theory», *Journal of Finance* 63 (1998): 6-4.

42- *Journal of Financial Economics* 51 (1999): 371-406.

43- للاطلاع على واحدة من حالات زيادة حجم رزم الأسهم المقدمة لأعضاء المجلس استقليل
العام.

Charles M. Elson, «Executive Over-Compensation - A Board-Based Solution», *Boston College Law Review* 34 (1993): 981-993.

44- ربما يحصل المديرين بقاء الأمر على هذا النحو. هناك بعض الدلائل التي تشير إلى أن المديرين العامين يعارضون تقليص حصة الترميزات القائمة على حقوق الملكية من إجمالي ترميزات أعضاء المجلس، وذلك بهدف تقليص حوافز المجلس إلى مراقبة أداء المدير العام. انظر

Harley E. Ryan Jr and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Bentley College, 2003.

45- Richard M. Cyert, Suk-Hyon Kang, and Praveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence», *Management Science* 48 (2002): 453-469.

46- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 301-325.

47- أنظر على سبيل المثال،

Geeta Anand, «Double Trouble: Ties to Two Firms Tainted by Scandal Haunt Top Doctors», Wall Street Journal, December 24, 2002. A1.

48- أنظر على سبيل المثال،

Joshua Green, «Savage Business», American Prospect 13 (2002): 14 - 15.

49- أنظر على سبيل المثال،

Mann, O'Reilly, and Wade. «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation», 302 - 303.

50- Jay W. Lorsch and Kristina G. Palepu, «Limits to Board Effectiveness» working paper.

Harvard Business School, 1997, 3.

51- Khanna, Searching for a Corporate Savior, 81 - 118.

52- Judith Burns, «Everything You Wanted to Know about Corporate Governance But Didn't

Know Before», Wall Street Journal, October 23, 2001. A1.

53- Sidley Austin Brown & Wood LLP. «Best Practices Calendar for Corporate Boards and Committees» (March 2004): 1- 2.

54- Patrick McGeehan, «Quick. What's the Deal Making?», New York Times, September 21, 2003, sec. 3, 1.

55- Crystal, In Search of Excess, 42 - 50.

56- Warren Buffett, letter to shareholders of Berkshire Hathaway, Inc., included in the Annual Report to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., February 2004, 8; <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2003ltr.pdf> (accessed April 30, 2004).

57- لإقضاء نظرة من داخل الشركة على الأدبيات التي يتبناها المجلس لا استخدام مستشاري

التشريعات لتوضيح أمور المديرين أنظر Crystal, In Search of Excess.

58- هذه العبارة مقتبسة من Warren Buffett, letter to shareholders, 8

59- Carol J. Loomis, «This Stuff Is Wrong», *Fortune*, June 23, 2002, 74.

60- Stuart Gillan, «His Pay for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum», *Research Dialogue* 66 (2001): 116-

61- للاطلاع على دراسة حديثة نتج أن أجور المدير العام تبلغ مستويات أعلى في الشركات التي تستخدم مستشاري التقييمات منها في الشركات النظيرة التي لا تفعل، انظر

Marisa J. Conyon and Simon J. Peck, «Compensation Consultants and Executive Pay», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, 2004, J.

تقوم هذه الدراسة على معطيات من المملكة المتحدة، لكننا نعتقد أن معطيات الولايات المتحدة تعطي بين طياتها النوع ذاته من الترابط.

62- نعلق على القاعدة القانونية:

NYSE Listed Company Manual Rule 303A.3(b)(ii).

63- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 847

64- Khanna, Searching for a Corporate Savior.

65- Michael S. Weisbach, «Outside Directors and CEO Turnover», *Journal of Financial Economics* 20 (1998): 453- 454.

بعض الدراسات الأخرى التي ركزت اهتمامها على الشركات العاملة في قطاع الصناعة تبين أيضاً أن حضور أصحاب المناصب بين أعضاء المجلس يقلص من احتمال إقالة المدير العام في حالة الأداء الضعيف، وعلى سبيل المثال فقد وجد وورين ويكر أن احتمال استبدال المدير العام ذي الأداء الضعيف يتناقص بوضوح في شركات تصنع أنصاف النواقل مع ازدياد نسبة الأعضاء الداخليين (من أصحاب المناصب) في مجلس إدارة الشركة. انظر

Warren Boeker, «Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top», *Administrative Science Quarterly* 37 (1992): 400 - 418.

وليس مما جئنا إلى احتمال إزالة المدير العام لأسباب تتعلق بضعف الأداء في الشركات التي يشمل فيها المدير العام ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة أصغر بوضوح منه في الشركات النظيرة التي يسود فيها الفصل بين المنصبين.

Vidhan K. Goynal and Chul W. Park, "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance* 8 (2002): 49 - 66.

66- Denis B. K. Lyons, «CEO Causality: A Battlefront Report», *Directors & Boards* (1999): 43 - 45.

67- Holmes W. Jenkins, «Outragous CEO Pay Revisited», *Wall Street Journal*, October 2, 2002, A17.

68- Naraynam Subramanian, Arcey Chakrabarty, and Shabbaz Shrikh, «Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover», working paper, Brandon University, 2003.

69- Chris McNell, Greg Niehaus, and Eric Powers, «Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms», working paper, School of Business, Penn State Erie, and Moore School of Business, University of South Carolina, 2003.

70- انظر على سبيل أمثال

Ira M. Millstien and Paul W. MacAvoy, "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation," *Columbia Law Review* 98 (1998): 1283-1323, and Mark J. Luciwstein, "The Conundrum of Executive Compensation," *Wake Forest Law Review* 35 (2000): 15.

3- قدرة المساهمين المحدودة على التدخل

عبارة مقبولة هي بريم ضد آيسر

Brehm v. Eisner, 744 A.2d 344, 362 (Del. Sup. 2000).

4- Linda J. Berman, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Review* 68 (1993): 82.

2. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 259 + 63 (Del. Sup. 2000).
3. *Zupnick v. Goinseca*, 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997).
4. *Sleyster v. Myerson*, C. A. No. 13139, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995).
5. Mark J. Loewenstein, «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform,» *Southern Methodist University Law Review* 50 (1996): 20 + 223.
6. Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «Litigating Challenges to Executive Pay: An Executive Fatality?» *Washington University Law Quarterly* 79 (2001): 576 - 579.
7. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. Sup. 2000); *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 825 A.2d 273 (Del. Ch. 2003).

8. مدافس مير الهاتفية 6 آب/ أغسطس 2003 مع كل من ألبي موناكو و أنيك ديمغ من مركز بحوث مسؤولية حماية المستثمرين (IRRC). كانت أنيك ديمغ قد أجرت دراسة بتكليف من لوكير IRRC وجد فيها أن 40 بالمئة فقط من شركات اس 8 بي 500 و 35 بالمئة فقط من شركات اس 8 بي 1500 كانت قد اعتمدت برنامج توصيات قائمة على خيارات الأسهم لا تتبع بمصداقة المسهمين.

9. Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans», *Weber Law Review* 35 (2000): 46 + 51.

10. للإطلاع على مثال لواء الدعاية الانتخابية التي تطلق من أن الأثر الوحيد لنهجة تصويت المسهمين هو تحديد ما إذا كانت الشركة ستستوفي الشروط المطلوبة لاقتطاع توصيات المديرين المطروحة للتصويت، التي تصير الشركة على اعتمادها في جميع الأحوال، من الاقتراعات الشريعية أم لا انظر

Fineco Group Inc., Schedule 14A (filed on April 2, 1997); and *Horn & Porter Schedule 14A* (filed on April 19, 2002).

11. إدراك هذه الحقيقة قاد هيئة الأوراق والأسواق المالية في العام 2003 إلى الترام الصناديق التعاونية بإشهار تصويتها انظر

Investment Advisers Act Release No. 2106 (January 31, 2003); Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, SEC, 7 CFR Parts 239, 249, 270, and 2: Release Nos. 33 - 8188, 34 - 47304, IC 29922, File No. S7 - 36 - 02; RIN 3235 - A164.

لكن ليس لدى كل المستثمرين يومسوي خياراتهم فيما يخص الصناديق المتأهبة على قاعدة الأداء، الاستثماري لكل من تلك الصناديق وليس على قاعدة المواقف الانتخابية التي تبرز من كل منها لدى مشاركتهم في التصويت على قضايا حوكمة الشركات. فإنما لا نتوقع أن وجوب الإشهار يمثل حلاً حقيقياً لمشكلة إهمال الصناديق المتأهبة إلى صف المبدورين في صفات التصويت والسييل الأكثر فاعلية لحل مشكلة الإهمال تلك، إنما يكس باعتمادنا في اشتراط تصويت المسهين في جو من السرية التامة

- 12- David Parishian, Rahul Kocher and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation», *Academy of Management Journal* 41 (1998),

111-112.

- 13- Pan-Wing Tam, «Hewlett-Packard Seeking to Foil Compaq Deal», *Wall Street Journal*, March 29, 2002, A3.

- 14- Jennifer E. Bethel and Stuart L. Gillan, «The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting», *Financial Management* 31 (2002): 29.

- 15- Stuart L. Gillan, «Option-Based Compensation: Pandora or Pandora's Box?», *Journal of Applied Corporate Finance* 14 (2001): 124.

- 16- Bethel and Gillan, «The Impact», 44.

17- انظر

SEC Release No. 34 - 48106 (File No. SR NYSE 2002 - 46 and SR NASD 2002 - 140) (June 30, 2003); and SEC Release No. 34 - 48872 (File No. SR - Arun 2003 - 100) (December 3, 2003).

١٩. انظر

Georgeson Shareholder. «Annual Corporate Governance Review» (2003): 3; and Brian R. Cheffins and Randall S. Thomas, «Should Shareholders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience», *Journal of Corporation Law Studies* 1 (2004): 304.

ييسر شيميس و توماس أن الموسم الانتخابي للعام 2000 قد سجل فيهام حملة الأسهم بإطلاق مشروعات توصيات التقليل بنوعيات المديرين في 83 شركة من بين الشركات الألف البرائة بين عموم الشركات المسجلة العامة في الولايات المتحدة

20- Randall S. Thomas, and Kenneth J. Martin, «Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?» *Washington Law Review* 73 (1998): 41, 68, 76.

21- Andrew Countryman, «Board Term Battle Hints Up: Shareholder Activists Pushing for Switch to Annual Elections», *Chicago Tribune*, June 14, 2003, 1

22- Tom Petramo, «Activist Investors Making Inroads», *Los Angeles Times*, May 13, 2003, Pt. 3, 1

تبدأ للمعطيات التي تم جمعها من قبل مركز خدمات المستثمرين المؤسساتيين فإن نسبة ما قد دخل حيز التنفيذ إلى اليوم من عموم قرارات التوصية التي حظيت بتأييد غالبية حملة الأسهم لا تتجاوز 10 بالمئة فقط، وقد شهدت هذه النسبة بعض الازدياد في الآونة الأخيرة لكنها لم تزد بعد على 20 بالمئة. مود هذا أن مصر من حائس شركتنا وامتدنا لهذه بالدرك ماكفان. نائب رئيس مركز خدمات المستثمرين المؤسساتيين لكرمته بنزودنا بهذه المعلومات.

٢٠- حدود قوى السوق

عبارة مقبولة من فرانك إتش. إيستربروك.

Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence», *Delaware Journal of Corporate Law* 9 (1984): 570.

1- Frank H. Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare», Daniel R. Fischel, «The 'Race to the Bottom' Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's

Corporation Law» *Northwestern University Law Review* 76 (1982): 916 - 920, and Eugene F. Fama, «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy* 88 (1980): 289.

- 2- Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law», *Harvard Law Review* 105 (1992): 1461 - 1467, Lucian A. Bebchuk, «Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments», *Harvard Law Review* 102 (1989): 1340 - 1346; Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», *Stanford Law Review* 52 (1999): 142 - 153.

توضح هذه الأعمال أسباب عجز قوى السوق عن أن تضمن أن قرارات أصحاب المصالح بشأن إعادة الاندماج، بشأن تعديل هياكل الشركة وبشأن بنية ملكية الشركة، سوف تتواءم بالمصلحة التي يخدم مصالح حملة الأسهم بالشكل الأمثل.

- 3- C. Edward Fox and Charles J. Hedlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent», *Review of Financial Studies* 18 (2005): 1331.

يبحث القائمون بهذه الدراسة أن نسبة الترميمات الخارجية بين عموم ترميمات المديرين الماليين التي جرت أثناء العقد 1998-1996 والبالغ عددها 1,300 لا تتجاوز 26.5 بالمئة فقط.

- 4- Melvin A. Eisenberg, «The Structure of Corporation Law» *Columbia Law Review* 59 (1989): 1495.

- 5- Fox and Hedlock, «Raids, Rewards, and Reputations», 1352.

6- مسؤول بشري، ويسر تقديمات مصادرها أن المدير العام الأوسط، على صعيد شركات إس دي بي 1500 قد ربح أو خسر أثناء العام 1997 ما قيمته 11.5 \$ مقابل كل 1,000 \$ ربحها أو خسرها السنوي.

Tom Perry and Mark Zenger, «CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Exploitation?» *Wake Forest Law Review* 35 (2000): 149.

وبصورة مشابهة فقد قدر هول ولهمان حساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم

أنشاء العام 1998 بما يقارب \$11 لكل \$1,000. وقد استند إلى حسابهم التقديري إلى شركة قياسية تبلغ القيمة السوقية لرأس مالها 1 مليار \$.

Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation,» *Tax Policy and the Economy*, vol. 14, edited by James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 6, fig. 1.

ومن المرجح أن حساسية ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم قد أخذت فيما أكثر انقماشاً في الماضي. استناداً إلى المعطيات المتوافرة من المدة 1974 - 1986 قام جيمس و موريل بإجراء حساب تقديري بحساسة ثروة المدير العام لقيمة رأس المال المسهم أثناء تلك المدة المتكررة. وخلص إلى ذلك إلى القيمة \$ 3.25 لكل \$ 1,000 وهي قيمة تضمنت تدبيراً بمقدار 0.30 \$ لكل \$ 1,000 يأخذ بالحسبان خطر التضرر للإفالة. انظر

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives,» *Journal of Political Economy* 98 (1990): 261.

7. أول دراسة تسلط الضوء على أهمية بورصة حكم الشركات (بورصة الاستئلاء) بصمتها مصدراً من مصادر الالتزام كانت

Henry G. Manne, «Mergers and the Market for Corporate Control,» *Journal of Political Economy* 73 (1965): 10 - 120.

8. Lucian Bebchuk, John Coates IV and Gideon Subramanian, «The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy,» *Stanford Law Review* 54 (2002): 887 - 951.

9. Marcel Kahan and Ed Rock, «How I Learned to Stop Worrying and Love the PM: Adaptive Responses to Takeover Laws» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 87 - 915.

10. Anup Agrawal and Ralph A. Walking, «Executive Careers and Compensation Surrounding
[Executive Skills: Sources, Outcomes, and] 1999] 1999.

تناولت هذه الدراسة الشركات المدرجة في قائمة فوربس 800 أثناء الثمانينيات. وقد وجد الباحثين بالدراسة أن عروض الاستئلاء كانت أكثر شيوعاً في حقول العمل التي درجت شركاتها

على منح المدير العام أجوراً مرحلية. لكنهما لم يبقا على أي قرار واضح لا تقوضات لمدير العام ضمن حدود حقول العمل تلك بين الشركات التي كانت هدفاً لبعض عروض الاستيلاء. والشركات الأخرى التي لم تكن كذلك.

11 انظر

Lynn Stout, «The Unimportance of Being Efficient», *Michigan Law Review* 87 (1998):

643-647.

للاطلاع على مناقشة تفصيلية لمصادر رأس المال في الشركات المسهمة العامة

12- في حالة الانتهاء على الاستدانة كمصدر لتمويل تسهم ترميمات الترميمات التي تشجع المديرين على الممارسة المرحلة في زيادة تكاليف الدين. غير أن زيادة تكاليف الدين. شأنها شأن التمويل الخاطئ على حقوق الملكية لا تقوى على التحولولة بين مشروعات التوسع الممولة بالدين. وأما لبعض فشل من قيمة حصص حملة الأسهم القائمة من منكة الشركة. وفضلاً عن ذلك فإن المديرين لن يتصلوا إلا القدر القليل من تلك التكاليف.

13- Easterbrook, «Managers' Discretion and Investors' Welfare»

14- Jean Tirole, *The Theory of Industrial Organization* (Cambridge, MA, MIT Press, 1988).

277-303

5- وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين

مباردة متبينة من مدير عام واحدة من الشركات المدرجة في قائمة فورتش 500 فضّل عدم الإفصاح عن هويته. وذلك في مقابلة أجرتها معه المجلة

Anonymous *Fortune* 300 CEO, interviewed in Carol J. Loomis, «This Stuff is Wrong»,

Fortune, June 25, 2002, 82

1- إنسان محمد سيمانو سلطة المديرين في روح أدبيات الاقتصاد التي تبحث في سلطة وكلاء عمدين في المؤسسات. وفي قدرة هؤلاء الوكلاء على استغلال المكاسب المجانية. انظر على سبيل المثال.

Jack Hirshleifer, «Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology»,

American Economic Review 68 (1978): 238-243. Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales,

«Power in a Theory of the Firms», *Quarterly Journal of Economics* 113 (1998): 387 - 432
and Rajgopal G. Rajan and Luigi Zingales, «The Firm as a Dedicated Hierarchy: A
Theory of the Origin and Growth of Firms», *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001):
805 - 851

ومع ذلك فإن معظم خبراء الاقتصاد المالي المؤيدين تمهيداً بمسألة تمويضات المديرين
قد دأبوا على افتراض الشكاف على مطلق الدراع، ولم يهتروا إلا القليل من الاهتمام بدور الذي
تضطلع به سلطة المديرين.

2. للوقوف على تحقيق يفهم الدائل على توزع السلطة بين اثنين أو أكثر من المديرين لنظر

Sydney Finkelstein, «Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement,
and Validation», *Academy of Management Journal* 35 (1992): 505 - 538.

3. James Wade Charles A. O'Reilly III. and Timothy Pollock, «Overpaid CEOs and Underpaid
Managers: Equity and Executive Compensation», working paper, University of Wisconsin-
Madison, Stanford University, and University of Maryland, 2004, 27

4. لا بعض الحالات قد تولد أجور المدير العام المفرطة جواً من الاستياء بين صفوف كبار المديرين
المتفهمين الآخرين مندها إذ ما قبلنا بواقع تمويضات المدير العام المفرطة. فإن زيادة
أجور المديرين الآخرين من شأنها أن تخفف من حدة استياءهم من أجور رئيسهم المدير العام.
وتحسن من علاقات العمل التي تجمعهم مع المدير العام. وتعود إلى نهاية لطاف بالمائدة على
حملة الأسهم. لكن حتى في حالة كهذه فإن تقديم بعض المكاسب المجانية للمديرين الآخرين
يؤود على حملة الأسهم ببعض المائدة فقط لا على الواقع الذي ترضه المكاسب المجانية التي
يستأثر بها المدير العام نفسه. والنقطة المهمة هنا هي أن المكاسب المجانية القياسية حتى لو
عادت ببعض المائدة إلى المسهم لا تصير من حيلة أن ترتبها أجور المديرين التي تسمح
بتلك المكاسب لتتعد موضوع عن ترتبها تمويضات المديرين بمن فيهم المدير العام ذاته.
التي كانت ستخرج إلى النور في تعاقب قائم على مطلق الدراع.

5. Jay W. Lorsch and Elizabeth M. Medsker, *Partners or Possessors? The Reality of America's
Corporate Boards* (Boston: Harvard Business School Press, 1989), 23 - 31

6- انظر

Matthew Beitis, «GE: Welch Agree to Slash His Forks: Retired CEO Will Retain Office, Staff, Lose Many Benefits», Boston Globe, September 17, 2002, D1.

- 7- Linda C. Quinn, «Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements», in *Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation*, University of Cincinnati Law Review 63 (1993): 770-771.

8- انظر على سبيل المثال

Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 68 (2002): 347-369; Holman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited», Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

- 9- Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, «The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation», University of Cincinnati Law Review 67 (1999): 1021-1065.

- 10- Kenneth J. Martin and Randall S. Thomas, «When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilutive Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation», *Journal of Corporate Finance* (forthcoming).

- 11- Alexander Dyck and Luigi Zingales, «The Corporate Governance Role of the Media», working paper, Harvard Business School and the University of Chicago, 2002; and Alexander Dyck and Luigi Zingales, «Private Benefits of Control: An International Comparison», *Journal of Finance* 59 (2004): 537-600.

- 12- Robert Monks and Neil Minow, *Corporate Governance*, 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Publishing, 1995), 399-411.

- 13- Judith Dehrynski, «CalPERS Is Ready to Run, but Will CEOs Listen?» *Business Week*, March 30, 1992, 44.

- 14- Yilan Wu, «The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program», *Journal of Corporate Finance* 10 (2004): 199.

15- تبجي الدراسات أن 66 بالمئة على الأقل من الشركات الأمريكية تستخدم مستشاري التوظيفات.

John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, and Lalida Naveen, «Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?» Working paper, Portland State University, 2000, 10, 44.

- 16- James B. Wade, Joseph F. Porac, and Timothy G. Pollock, «Words, Words, and the Justification of Executive Pay», *Journal of Organizational Behavior* 18 (1997): 657-658.

- 17- Joseph F. Porac, James B. Wade, and Timothy G. Pollock, «Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation», *Administrative Quarterly* 44 (1999): 112-144.

- 18- Kevin J. Murphy, «Politics, Economics, and Executive Compensation», *University of Cincinnati Law Review* 63 (1995): 736.

- 19- Bizjak, Lemmon, and Naveen, «Has the Use of Peer Groups» 2-3.

- 20- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, 88, 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2485, 2517-2518; Graef S. Crystal, *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives* (New York: W. W. Norton, 1991), 219; and Sharrin Tully, «Raising the Bar», *Fortune*, June 8, 1998, 272.

- 21- Harvard Business School Dean Kim B. Clark, prepared remarks, National Press Club, February 26, 2003.

- 22- Murphy, «Explaining Executive Compensation», and Brian J. Hall and Kevin J. Murphy,

«The Trouble with Stock Options», *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 64 - 65

See also Franklin Snyder, «More Pieces of the Compensation Puzzle», *Delaware Journal of Corporate Law* 28 (2003): 133

23- Helman W. Jenkins Jr., «Business World: Outrageous CEO Pay Revisited», *Wall Street*

Journal, October 2, 2000, A17.

24- انظر على سبيل المثال:

Brian Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options» 65

26- Murphy, «Executive Compensation», 2493.

27- الانهيار الذي اجتاح السوق في العام 1929 قاد إلى مس قوانين الأوراق المالية الأمريكية الأولى في العامين 1933 و 1934 كذلك فإن الانهيار الذي شهدته السوق أعبراً قد قاد بدوره إلى إصدار قانون ساريس (لوكسمي) في العام 2002

28- انظر على سبيل المثال

Melvin A. Eisenberg, «Corporate Law and Social Norms», *Columbia Law Review* 99 (1999): 1253 - 1292 and Symposium on Norms and Corporate Law, *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 607 - 2191

29- Andrew Balla, «Ill - Judged Incentives: Share Options Are a Poor Way to Make Executives Act in

Executive Compensation: Theory and Practice, University of Chicago Press, 1999, 11.

30- Murphy, «Explaining Executive Compensation», 247; and Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options», 49 - 70.

6- العلاقة بين المسألة والاثر

مباردة منشئة من جون بي. كور، مأخوذة من

John E. Core, Robert W. Holmstrom, and David P. Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» *Journal of Financial Economics* 41(1999): 372

1. Core, Hottelmann, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373.
- 2- David Yermack, «Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors» *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 305.
- 3- Core, Hottelmann, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373.
- 4- Core, Hottelmann, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373.
- 5- Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, «Board Leadership Structure and CEO Turnovers» *Journal of Corporate Finance* 8 (2002): 49 - 66
- 6- Richard Cyert, Suk-Hyon Kang, and Preveen Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top Management Compensation: Theory and Evidence», *Management Science* 48 (2002): 453 - 469; James Wicks, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chaudhry, «Golden Parachutes, CEOs, and the Exercise of Social Influence», *Administrative Science Quarterly* 35 (1990): 392 - 393; Martin J. Conyon and Kevin J. Murphy, «The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K.», *Economic Journal* 110 (2000): 640 - 671 and Core, Hottelmann, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 371- 406
- 7- Core, Hottelmann, and Larcker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance», 372 - 373; and Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation», 453 - 469.
- 8- Harley E. Ryan Jr and Roy A. Wiggins III, «Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring», working paper, Louisiana State University and Kentucky College, 2003, 21.

- 9- Kevin Halllock, «Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation» *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (1997): 332.
- 10- Brian G. Main, Charles A. O'Reilly III, and James Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives», *Industrial and Corporate Change* 13 (1995): 293 - 332.
- 11- Harry A. Newman and Haim A. Mezon, «Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?» *Financial Management* 28 (1999): 41 - 53.
- 12- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation», 453 - 469
- 13- Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, «Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy* 94 (1986): 461 - 688.
- 14- Cyert, Kang, and Kumar, «Corporate Governance, Takeovers, and Top- Management Compensation», 453 - 469.
- 15- Conc. Hoffmann, and Lertker, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance» 372 - 373; and Richard A. Lambert, David F. Larcker, and Keith Weigelt, «The Structure of Organizational Incentives» *Administrative Science Quarterly* 33 (1988): 690-710.
- 16- Donald C. Hambrick and Sydney Finkelstein, «The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises» *Strategic Management Journal* 16 (1995): 175 - 193; and Henry L. Teo Jr. and Luis R. Gomez - Mejia, «The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective» *Administrative Science Quarterly* 34 (1989): 181
- 17- Marianne Bertrand and Scott H. Hoxby, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are» *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001): 929.

- 16- Marinette Bertrand and Sandhil Maffioli, «Agents With and Without Principals» *International Economics Review* 49 (2008): 297.
- 19- Jay C. Hartzell and Leora T. Steris, «Institutional Investors and Executive Compensation» *Journal of Finance* 58 (2003): 2331 - 2374. See also Parthiban David, Rabal Kocher, and Edward Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» *Academy of Management Journal* 41 (1998): 200 - 208.
- 20- David, Kocher, and Levitas, «The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation» 200 - 208.
- 21- Kenneth A. Borokhovich, Kelly R. Branstetter, and Robert Parrino, «CEO Connecting and Anti - Takeover Amendments» *Journal of Finance* 52 (1997): 1583 - 1613.
- 22- Anup Agrawal and Charles R. Kadanoff, «Managerial Compensation and the Threat of Takeovers» *Journal of Financial Economics* 47 (1998): 219.
- 23- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Identifying Control Motives in Managerial Ownership: Evidence from Antitakeover Regulations» *Review of Financial Studies* (forthcoming).
- 24- Marinette Bertrand and Sandhil Maffioli, «Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation» *Rand Journal of Economics* 30 (1999): 335. Gerald T. Garvey and Gordon Hanks, «Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage» *Journal of Finance* 54 (1999): 519, 520; and Paul A. Gompers, Jay L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices» *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003): 107 - 155.
- 25- Gompers, Ishii, and Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices», 107 - 155.
- 26- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options» *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 853.

27- Robert Parrino, «CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis» *Journal of Financial Economics* 46 (1997): 168.

28- Bertrand and Mullinathan, «Agents With and Without Principals» 209.

7- نفوذ المديرين في صناعة الربح

مباراة مقبولة من معام جيه في قانون الشركات في مقابلة أجرتها معه مجلة فوربس

John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker. Corporate Corporate
lawyer interviewed in Simone Kanda, «First, Why CEOs Are Paid so Much to Beat It».
Fortune, May 29, 2006, 34 - 35.

1- Meme proxy statement filed with SEC, April 28, 2006, 24 - 25

2- Jason S. Laddin, «As Their Companies Crumbled, Some CEOs Got Big-Money Payments»
Wall Street Journal, February 26, 2002, B1.

3- Rakesh Khurana, Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs
(Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002), 3 - 4.

4- Dan Sabbagh, «Orange Chief Received \$70m in Two Severance Payments» Times (London),
March 12, 2003, 25

5- Jay C. Hartzell, Eli Ofek, and David Yermack, «What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are
Acquired» *Review of Financial Studies* 17 (2004): 37 - 61

6- للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول أحداث القصة التي أتينا على ذكرها في هذه الفقرة
انظر

Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Malls» New York Times, April
7, 2002, sec. 3, 4

7- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Malls».

8- Hartzell, Ofek, and Yermack, «What's in It for Me?»

- 9- Julie Walf, «Do CEOs in Mergers Trade Power for Premiums? Evidence from Mergers of Equals» *Journal of Law, Economics and Organization* 20 (2004): 60 - 101
- 10- «Retired Kodak CEO Received 47% Boost in His Bonus in 1999» *Wall Street Journal*, March 14, 2000, A8
- 11- Justin Fox, «The Amazing Stock Option Sleight of Hands» *Fortune*, June 25, 2001 B6 - 92.
- 12- Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» *Wall Street Journal*, April 11, 2002, B7
- 13- Lublin, «Executive Pay under the Radar» B7
- 14- Gary Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» *USA Today*, April 25, 2002, money section, B1

8- المكاسب المتأخدية

عبارة مقتبسة من: جولان إس. لوبلين، مأخوذة من

Joann S. Lublin, «How CEOs Retire in Style: Many Former Chief Executives Get Last Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» *Wall Street Journal*, September 3, 2002, B1

« لقد استمررت تدبير مكاسب مسروقة، من روبرت مونكس، الذي استخدمه لوصف تعويضات المديرين المدبوحة لهم على شكل خيارات الأسهم، لأن ذلك الوجه من وجود الأجر لا يمثل إلا بيانات الشركة المالية

Robert A. G. Monks, *The Emperor's Nightingale: Restoring the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism*, (Boston: Addison-Wesley, 1999), 596-5.

2- لتوضيح الأية التي قدم فيها الاستقانة من التخفيض الضريبي لا صديق التقاعد المؤجلة، نطرح إلى أمثلة التالية التي تدور على شركة افتراضية وموظف افتراضي، نفترض أن الشركة والموظف يخصصان نسبة صريحة الدخل الكلي نفسها البالغة 40% بما لا ذلك الدخل الناتج من أرباح رأس المال والنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرون على

محيط نسبة إيرادات الاستثمار مصفاة في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 1 يقوم الموظف باستثمار أمواله خارج الصندوق المؤهل لفرض من الشركة لدفع للموظف \$100 في مدة ما قبل التقاعد. تخضع الشركة \$100 من دخلها الخاضع للضريبة معفاة التراما الضريبي بواقع \$40. أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار \$40 ويستثمر المبلغ الباقى وهو \$60، الذي سينمو \$120 حين يخرج على التقاعد - بربح قدره \$60. يخضع هذا الربح لضريبة دخل قدرها \$24 (\$40 من \$60) ما يترك للموظف \$36 حين يتقاعد (\$60 + \$36).

المثال 2 تقوم الشركة باستثمار أموال الموظف في ظل صندوق التقاعد المؤهل لعمترض أن الشركة تساهم بمبلغ \$100 ندفعها في الصندوق في حقة ما قبل التقاعد. تقوم الشركة بما أيضاً بتخصيص مبلغ \$100 من دخلها الخاضع للضريبة معفاة التراما الضريبي بواقع \$40. يمدور رأس المال البالغ \$100 ليمدو \$200 لدى دخول الموظف سن التقاعد - ما يسي ربحاً قدره \$100. يمثل هذا المبلغ (\$200) إلى الموظف حين يتقاعد ليدفع منه \$80 ضريبة دخل (\$40 من \$200) ويحتفظ بمبلغ \$120 أي أكثر بمبلغ \$24 مما يحتفظ به في المثال 1. حيث حصل الموظف من الشركة على \$100 في مدة ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته. إن الربح الإضافي الذي حصل عليه الموظف في المثال 2 لم يكن على حساب الشركة، فهي المالكين تحملت الشركة في مدة ما قبل التقاعد كلفة بلغت \$40 بعد احتساب الضرائب.

3. أهدت شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 70% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجرته قد اعتبرت صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين.

Clark Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends 2003 Results»

4- توسع أي شركة أن تعفي موائد استثمارات صندوق التقاعد التكميلي الخاص بمديرها من الضرائب، وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بواليص تأمين على حياة مديريها وبطبيعة موظفيها. لكن بسبب الرسوم التي يجب أن تدفع لشركة التأمين، فإن آلية توفير الضرائب هذه معفاة بتكاليف مرتفعة تحملها الشركة المشغلة، لا المديرين المستفيدين من الصندوق. بالتقابل إذا أعطي المديرين المبالغ المحصورة على أسمائهم

في الصندوق فإنه سيكون يومهم استثمارها بعيداً عن الضرائب أثناء شراء مساهمات متغيرة دون أن تحمل الشركة المضمنة أي أعباء إضافية.

5- لتبيان ما يسببه صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء أو تخفيضات ضريبية على الأطراف كافة، نلجأ إلى المثال التالي وتسميته والذي يبيّن على المثالين اندرجين ضمن الملاحظة رقم 2 لنفرض من جديد أن الشركة والموظف يخصصان نسبة ضريبية الدخل الكلي نفسها البالغة 40% بما لا يقل عن الدخل الناتج من أرباح رأس المال ولنفترض أيضاً أن الشركة والموظف قادرين على تحقيق نسبة إيرادت الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده، والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

المثال 3: تقوم الشركة باستثمار حصة المدير من صندوق التقاعد التكميلي الخاص وغير المؤهل ليعترض أن شركة ما تسمى إلى اعتماد صندوق التقاعد التكميلي الخاص لكي تقدم للمدير المباش التقاعدي نفسه الذي يحصل عليه الموظف في المثال 2 من صندوق التقاعد المؤهل، فكما في المثال 2 نضع الشركة 2.00 جانباً لنسوق تقاعد المدير فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير 200\$ يحصل المدير المتقاعد على هذا المبلغ (200\$) ويضع منه كما للموظف 40\$ ضريبة دخل - ما يسي ضريبة قدرها 80\$ فالمدبر يحتفظ أولاً كما للموظف في المثال 2 بمبلغ 120\$ أي أكثر بـ 24\$ من الموظف الآخر في المثال 1

لننظر الآن إلى ما يحصله صندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين من أعباء على الشركة. في المثالين 1 و 2 ضمن الملاحظة 2 حملت الشركة تكلفتها الضريبية بمقدار 40\$ في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف 100\$ أو وضعت 100\$ على اسمه في صندوق التقاعد المؤهل. أما في المثال 3 فإن الشركة تخفض تكلفتها الضريبية بمقدار 80\$ في مرحلة تقاعد المدير عندما تدفع له مبلغ 200\$ لكن على الشركة أن تضيق إلى دخلها المتاح لضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ 100\$ الذي يمثل ربح استثمار حصة المدير من الصندوق، ما يرفع التكلفة الضريبية للشركة بمقدار 40\$ في مرحلة التقاعد. إن الأثر الصافي الناتج عن دفع 200\$ للمدير وبيع 100\$ يتمثل في تخفيض التكلفة الضريبية للشركة بمقدار 40\$ في مرحلة تقاعد المدير.

لو كانت الشركة خفضت تكلفتها الضريبية بمقدار 40\$ في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عن تخفيض تكلفتها بالمقدار نفسه نفس في مرحلة التقاعد لكانت استثمرت هذا المبلغ (40\$) وحصلت من ذلك الاستثمار مبلغ 40\$ (100% من مبلغ الـ 40\$) حين تقاعد المدير وكان عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ بحيث يبقى للشركة 64\$. بالتقابل لم يبق للشركة سوى

\$40 (أقل بـ \$24 من الحالة الزائدة) عندما خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد. فالشركة في المثال (د) تحصل أرباح أكبر مما تتحصله في المثال 2 حين خفضت تكلفتها الضريبي بمقدار \$40 في عدة مرات قبل التقاعد. إن المربح البالغ \$24، الذي يحصله المدير من اعتماد صندوق تقاعد غير مؤجل جرى تصميمه بحيث يقدم للمدير المزايا نفسها التي يقدمها الصندوق المؤجل للموظف العادي. إنما يأتي على حساب الشركة المشطة.

6- للحصول على شرح وافٍ للأنشورات الضريبية التي يطلقها استثمار الترميمات المؤجلة بالاعتماد اجراءات مشابهة لصناديق تقاعد المديرين التكميلية الخاصة ضمن سبائكومات متعددة ومتنوعة انظر

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Meric Ericsson, Edward E. Maydew, and Terry Shevlin, *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, 2nd ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2002), 181 - 185.

7- من شلى الكفاءة الضريبية لصندوق التقاعد التكميلي الخاص بالمديرين ان تتأثر بالانحراف المتوقعة لنسب الضرائب المفروضة على الشركة (أو على المدير) مع مرور الزمن. فإذا كانت الشركة تعاني في الوقت الراهن من الخسائر على سبيل المثال، وهي تكفيها غير قادرة على الاستفادة من خصم ترميمات المديرين من تكلفتها الضريبي في المرحلة الزائدة. لكنها توضع ارضاءاً في تكلفتها الضريبي مستقبلاً، فإن خطط الترميمات المؤجلة الخاصة بالمديرين تكون حتمت أكثر جدوى، إذا ما كانت جميع الشروط الأخرى واحدة في الحالتين.

8- Clark Comerling, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2003 Research» 26.

9- Steven Balsara, *An Introduction to Executive Compensation* (San Diego, CA: Academic Press, 2002): 75.

0- انظر على سبيل المثال،

Mike Blainik, «Far CEO Pensions, Rank Has Its Privileges» *Star Tribune* (Minneapolis, MN), May 18, 2003, 1A.

11- انظر

12. نأخذ مثلاً آخر تركه جاك ويلش المدير العام السابق لشركة جنرال إلكتريك بمعاش تقاعدي سنوي مقداره 10 ملايين \$ انظر

Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» The Corporate Library (February 2003): 14

لم يظهر هذه التهم الكبيرة عند لحظة سقوطاً على شكل معاشات تقاعدية موعودة للمديرين في جداول تعويضات الشركة المطلة

13- Cynthia Tichenor, quoted in Liz Peilman Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002. A1

14- انظر

Olean Howell, «HealthPartners Ex-CEO Reaped Board's Favours: Secret Deals Contributed to \$5.5 Million Package» Minneapolis (MN) Star Tribune, January 17, 2003. A1.

ورد في تقرير لجنة ستان تريويش أن مجلس إدارة شركة هيلثبارتنرز أقر خطة تقاعد تسهيلية خاصة للمدير، بعد أن حصل المدير على تأكيدات بالأى يتم الإفصاح عن هذه الخطة إلى الطرء وبعد أن رفض المدير اقتراحاً بربط المكافآت الواردة في الخطة بأداء الشركة في السوق.

15 بالإضافة إلى ذلك على الشركات أيضاً أن تقدم إلى هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية رسالة من مكتب شقوى الماملين في كل شركة بتبين منها عدد مساهمين القواعد المعتمدة في كل شركة وعدد المستفيدين منها. لكن الشركات لا تستجيب جميعها بهذا المطلب.

Ellen E. Schultz, «Big Send-Off: As Firms Part Persons for Good, They Boost Those They Succeed» Wall Street Journal, June 26, 2001, A1

16- انظر

Joan S. Lublin, «Executive Pay under the Radar» Wall Street Journal, April 11, 2002, B7; and Anne Fisher, «Proxies: The Treasurer Is Still Burned» Fortune, June 8, 1998, 283.

17- Financial Accounting Standard no. 132 (revised 2003).

18- Financial Accounting Standard no. 87 (1985).

19- Schultz, «Big Send-Off».

20- في حزيران / يونيو من العام 2004، صادق مجلس النواب الأمريكي على قانون خلق فرص العمل في أمريكا للعام 2004، الذي يضمن على عقود العمل الشركات التي تستخدم بعض أنواع الأمانات لحماية تمويضات مديريها الأولية وإبعادها من قبضة دائيتها. وقد صادق مجلس الشيوخ على مشروع قانون مشابه في أيار / مايو 2004.

21- جاء في تقرير شركة كلارك بارنيس للاستشارات عام 2004 أن 86% من الشركات التي لجأوا مع الاستعانة التي قامت به الشركة لتمديد إجراءات وفائتها لحماية مصاديق التنازل التكميلية الخاصة بمديريها إلى أبعد حد ممكن. انظر

Clark Barner Consulting, «Executive Benefits: A Survey of Current Trends: 2001 Results» 33; <http://www.clarkconsulting.com/knowledgecenter/articles/benefits/20020345.pdf> (accessed June 23, 2004); Ron Suskind, «More Executives Get Pension Guarantees to Protect against Takeovers, Failures» Wall Street Journal, July 5, 1999, B1, <http://www.financeandinvesting.com>; Thoe Francis and Ellen Schultz, «As Workers Face Pension Cuts, Executives Get Reassured» Wall Street Journal, April 3, 2003, C1.

22- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

23- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension Cuts».

24- Suskind, «More Executives Get Pension Guarantees».

25- Suskind, «More Executives Get Pension Guarantees».

26- أعدت شركة كلارك بارنيس للاستشارات تقريراً جاء فيه أن نحو 93% من الشركات التي استجابت للاستبيان الذي أجريته قد اعتمدت خططاً كهذه في العام 2002.

Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

27- على سبيل المثال، عندما يرفض مديرين شركة مود و ديسوك وشركائهم أن يتم تأجيل دفع مكافأاتهم وحوافزهم طويلة الأجل، فإنهم يحصلون على علاوات قدرها 20% من قيمة التويضات الأولية.

Ellen E. Schultz and Theo Francis, «Well-Hidden Perk Means Big Money for Top Executives» Wall Street Journal, October 1 2002. A1 A9.

28. Liz Pulliam Weston, «Despite Recession» A1

29. Lublin, «Executive Pay under the Radar»

30. لتوصيح الآلية التي تتم فيها الاستفادة من الخصم الضريبي في خطة 401(k)، ينظر إلى المثالين الآتيين اللذين يقومان على شركة المراسية وموظف المراسي وكما كانت الحال في الملاحة 2 (المثالين 2) لمصر من الشركة والموظف يخضعان لنسبة ضريبة الدخل الكلي بنسبة البالغة 40% بما في ذلك الدخل الناتج عن أرباح رأس المال ولنخضع أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة الإيرادات الاستثمار بنسبتها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة

المثال 4 يقوم الموظف بإدخال أمواله خارج خطة 401(k)، سمع من أن الشركة تدفع للموظف \$100 في صدد ما قبل التقاعد. تخضع الشركة \$100 من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع \$40 أما الموظف فيدفع ضريبة بمقدار \$40 ويستثمر المبلغ الباقي وهو \$60 في حساب اعتيادي غير مؤهل للتخصيص الضريبي، والذي سيدخل \$120 حين يخرج على التقاعد - بربح قدره \$60 ويخضع هذا الربح لضريبة دخل قدره \$24 (40% من \$60) ما يترك للموظف مبلغاً صافياً بعد دفع الضريبة قدره \$36 أي أن الموظف سيتمكن في نهاية المطاف من سحب مبلغ \$96 (\$36 + \$60)

المثال 5 يقوم الموظف بإدخال أمواله ضمن خطة 401(k) المؤهلة لمصر من أن الموظف يدفع مبلغ \$ 00 من تمويلاته في حسابه ضمن خطة 401(k)، تقوم الشركة به أيضاً بتخفيض مبلغ \$100 من دخلها الخاضع للضريبة مخفضة التزامها الضريبي بواقع \$40 يمو رأس المال الباقي \$100 ليمدو \$200 عندما يسحب الموظف من حسابه في خطة 401(k) يدفع الموظف \$80 ضريبة دخل (40% من \$200) ويحتفظ بمبلغ \$120 أي أكثر بمبلغ \$24 مما يحتفظ به في المثال 4 حيث حصل الموظف من الشركة على \$100 في صدد ما قبل التقاعد واستثمرها على مسؤوليته خارج خطة 401(k)، إن الربح الإضافي البالغ \$24 الذي حصل عليه الموظف لم يكن على حساب الشركة. في المثالين 4 و5 دفعت الشركة انشغلة للموظف مبلغ \$100 في صدد ما قبل التقاعد مخفضة دخلها الخاضع للضريبة بمقدار \$100 وتكلفتها الضريبي بمقدار \$40

31- Internal Revenue Code, sec. 402 (g) (1) (B).

32- يوسع أي شركة أن تضي عوائد استثمارات صندوق التقاعد التكافلي الخاص بمديرها من الضرائب. وذلك عبر استثمار أموال تلك الصناديق بشراء بوالص تأملي على حياة مديرها وبشقة موفقيتها. لكن ذلك سيرتب عليها تكاليف إضافية انظر الملاحظة رقم 4.

33- لتبيان ما تسببه تزهيات تمويلات المديرين المؤجلة من أعباء أو تعويضات ضريبية على الأطراف كافة، ينظر إلى المثال التالي وتقسيمه والذي يبي على المثالين 4 و 5 المرحجين ضمن الملاحظة رقم 30

المثال 4: تقدم الشركة لمدير خطة تمويلات مؤجلة عبر مؤجلة خارج إطار خطط (401)(k). ولتعرض كما في المثالين 4 و 5 أن الشركة والموظف يعضان لنسبة ضريبة الدخل الكلي بمسها البالغة 44%. بعد ذلك الدخل الناتج من أرباح رأس المال. ولتعرض أيضاً أن الشركة والموظف قادران على تحقيق نسبة إيرادات الاستثمار نفسها في مدة ما قبل التقاعد وما بعده والبالغة 100% قبل احتساب الضريبة.

لنعرض أن الشركة تسمى إلى اعتماد خطة تمويلات مؤجلة لكي تقدم للمدير المكاش التقاعدي بمسها الذي يحصل عليه الموظف في المثال 5 من إحدى خطط (401)(k) المؤجلة. فكما في المثال 5 تضع الشركة \$700 جانباً لصالح المدير في خطة التمويلات المؤجلة. فيصبح المبلغ حين تقاعد المدير \$200 يحصل المدير التقاعد على تمويلات (100%) بالإضافة إلى عوائده تلك التمويلات (100% من 100%) أي على مبلغ (\$200) ويضع منه كما الموظف 40% صريفة محل - ما يعني ضريبة قدرها 50. فادير يحتفظ إذاً كما الموظف في المثال 5 بمبلغ \$120 أي أكثر بـ \$4 من الموظف الآخر في المثال 4

ننظر الآن إلى ما تجنيه تزهيات التمويلات المؤجلة المعادة بالمديرين من أعباء على الشركة في المثالين 4 و 5 ضمن الملاحظة 30. حيثت الشركة تكليفها الضريبي بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد عندما دفعت للموظف \$100 أو وصفت \$100 على اسمه في إحدى خطط (401)(k) المؤجلة. أما في المثال 6 فإن الشركة تخفض تكليفها الضريبي بمقدار \$80 في مرحلة تقاعد المدير عندما تبخ له مبلغ \$200. لكي على الشركة أن تضيف إلى دخلها المانع للضريبة في مرحلة التقاعد مبلغ \$180 الذي يمثل المبلغ الذي على الشركة إنتاجه من أجل جعل حصص المدير تقو من \$400 إلى \$200 - ما يرفع بدوره التكليف الضريبي للشركة بمقدار \$40

في مرحلة التقاعد، إن الأثر الصافي الناتج من إنتاج مبلغ \$100 ودفع مبلغ \$200 يتمدد ينتمى في تخصيص التكاليف الضريبية للشركة بمقدار \$40 في مرحلة تقاعد المدير، فالشركة في المثال 6 تتحمل اجراء أكبر مما تتحمله في المثال 5، حين حصلت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل التقاعد.

لو كانت الشركة حصلت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مدة ما قبل تقاعد المدير عوضاً عن تخصيص تكلفتها بالمقدار نفسه لكن في مرحلة التقاعد، وكانت استثمرت هذا المبلغ (\$40) وحصلت من ذلك الاستثمار مبلغ \$90 (100% من مبلغ الـ \$40) حين تقاعد المدير، ولكن عليها أن تدفع ضريبة دخل 40% على هذا المبلغ. بحيث يبقى للشركة \$64 بالمقابل لم يبق للشركة سوى \$40 (أي بـ \$24 من الحالة الراهنة) عندما حصلت تكلفتها الضريبية بمقدار \$40 في مرحلة التقاعد، إن المريح الناتج \$24 الذي يحصله المدير من اعتماد خطة تمويلات مؤجلة خاصة وغير مؤجلة جرى تصحيحها بحيث تقدم للمدير المزايا نفسها التي تقدمها خطط الـ 401(k) مؤجلة للموظفين الماديين، إنما يأتي على حساب الشركة لفخطة.

34 للحصول على شرح واف لتأثيرات الضريبة التي يخلقها استثمار التمويلات المؤجلة ضمن سبائكيات متعددة ومتنوعة انظر

Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Schvin, Taxes and Business Strategy 181

181L.

35- Internal Revenue Code, sec. 1

36- Internal Revenue Code, sec. 11

كما هي الحال مع صناديق التقاعد التكميلية الخاصة بالمديرين، يوسع الشركة حصص التكاليف الضريبية لحملات التمويلات المؤجلة عن طريق شراء بوالص التأمين على الحياة. ضمن هذه الأساليب، تعتمد الشركة إلى استخدام دخلها الصافي بعد احتساب الضرائب لشراء بوالص تأمين على حياة مديريها وبقية موظفيها. يجري استثمار جزء من أقساط البوالص بهدف زيادة قيمتها المقدية ويسمى بها عندما يحين دفع التمويلات المؤجلة. إن التوزيع الضريبي ناشئ عن قدرة بوالص التأمين على الحياة على حجب الضرائب عن عوائد استثمار الأموال المقدية. لكن لما كانت شركة التأمين تفرض رسوماً على بوالصها فإن اعتماد استراتيجية بوالص التأمين على الحياة لتجنب دفع الضرائب يربط على الشركة

وسوم وتكاليف تمويل قد تكون باهظة. لقد خلصت دراسة أجريت عام 996 إلى أن 70% من الشركات الـ 1000 الأكبر في أمريكا لم تلجأ إلى اعتماد استراتيجية بواليس التأمين على العمالة من أجل تمويل خططها للتوسعات المزمعة. ما يشير إلى أن تكاليف هذه الاستراتيجية قد تصل إلى قيم مرتفعة جداً لمطر.

Christopher Dorn and David C. Johnston. «Special Tax Breaks Ease Savings of Many in the Ranks of Management», New York Times, October 13, 1996, sec. 3, 1.

37- Clark Consulting. «Executive Bonuses» 2.

38- «Tax Deferred Pay for Executives» New York Times, October 13, 1996, A36.

39- وفقاً لتقارير شركة كوكا كولا السنوية الموجهة لعملة الأسهم فإنها كانت تدفع ما يستحق على دخلها من ضرائب طوال مدة إدارة جيرونيما باستثناء عام 1992.

40- Gretchen Morgenson, «Executive Pay: Hiding Behind Small Print» New York Times, February 8, 2004, sec. 3, 1.

41- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft» Special Report (2004).

42- Lublin, «Executive Pay under the Radar», and Gary Strauss, «CEOs Cash In after Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, B1.

43- انظر الموقع الإلكتروني التالي (تاريخ الدخول 12 أيار / مايو 2004)

<http://contracts.corporate.fairfax.com/agreements/Bechtel.com/murray.emp.200.10.10>

hard (accessed May 12, 2004).

44- Joann S. Lublin, «Many Former Chief Executives Get Cash Perks and Fat Fees for Limited Consulting Work» Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.

45- هذا التصور الخاطيء وصل بأحد استشاريي التوسعات إلى الحديث عن استعمال الطائرات الخاصة للشركة بوصفه طريقة فاعلة لمنع المدير شيئاً ذا قيمة.

Yale D. Taber, quoted in Lublin, «Executive Pay under the Radar»

46- شكركم سارك أبراموفيتش و بيتر ديلباوم على النقاشات المفيدة حول كلفة تشغيل طائرات الشركات الخاصة.

47- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft».

48- Ira Kay, cited in Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

49- Lublin, «Many Former Chief Executives Get Leap Period».

50- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

51- Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

52- Joshua Lublin, «How CEOs Retire in Style» Wall Street Journal, September 13, 2002, B

53- الأمثلة والمقتطفات في هذا القطع مأخوذة من

Lublin, «How CEOs Retire in Style».

54- والطرح عمائد حالات يتم فيها تقديم حش هذه المطاءات على شكل هدايا هيمية بدلاً من الشكل التقليدي، فمثال استثمار هاغ مند كول المدير العام المقاعد لشركة بانك آف أس وكه، في تقديم النصيح والإستشارة، كان يحصل هو وأعضاء أسرته على امتياز استخدام طائر الشركة الخاصة 150 ساعة طيران. انظر

Strauss, «CEOs Cash In after Tenure».

تقدر قيمة هذه الهدية بما يريد من \$500000

9- القروض المدبرين

عبارة منشئة من شركة كوسيكو من التصريح الإعلامي الذي وجهته للمساهمين في 21

يماي/أبريل 1999

Conoco, Inc., Definitive Notice and Proxy. Schedule 4A, April 21 1999, 17

1 Gary Strauss, «Excess Ramp Benefits of Cashy Loans» USA Today, December 24, 2002, 1B.

2 15 U.S.C. 78n (k); and David S. Hitzman and Helen Dewar, «Senate Votes to Curb Insider Lendings» Washington Post, July 13, 2002, A13

3- Paul Hodgson, «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library, 2002, 1

4- Andrew Backover, «Questions on Ebbets Loans May Aid Probe» USA Today, November 6, 2002, money section, J8.

5- Dana Claitor, «Former Worldcom CEO Mirrors Loan Payments» Toronto Star, May 7, 2003, C4.

6- القروض الممنوعة من قبل هذه الشركة جرى توليها في:

Gary Stransky, «Don't Bother Paying Us Back, Many Bonds Tell CEOs» USA Today, November 13, 2001, 1B.

7- Debra Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» BusinessWeek, November 23, 1998, 3B.

8- Sparks, «The Mother of All Stock Option Plans» 158.

9- Sam Smith Report, «7 Ex-Comcast Officials Race Separate Suits on Loans» Indianapolis Star, May 8, 2004, C 1.

10- Rob Kaiser, «Comdace Loans Re-Examined: 106 Former Execs at Bankrupt Firm Press for Relief» Chicago Tribune, August 11, 2002, C1.

11- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loans» 1.

12- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loans» 3.

13- Kathleen M. Kahle and Kuldeep Shastri, «Executive Loans» Journal of Financial and Quantitative Analysis.

وفق التدبيرات كأول و شاستري في القرض الوسطي الذي عادة ما يمنح لمديرين بمعدلات فائدة أقل من المعدلات المساندة في السوق يملك الشركة التي تقترض لمديريها في سوق اقتراض الشركات. \$2 من النوائد تاريخياً عن كل \$ يتم توظيفه من الفوائد على المدير

14- Kahle and Shastri, «Executive Loans» 7.

15- Kahle and Shastri, «Executive Loans» 3.

16- وفق ما نشرته كابل و شامسوي، فإن 24% من القروض الممنوحة للمديرين في المدة الممتدة بين 1996-2000 التي شملتها دراستهما قد جرى إعفاء أصحابها من السداد كما إنه قد جرى إعفاء أصحاب القروض من سداد القوائد في 10.2% من الحالات. انظر

Kaplan and Shamsy, «Executive Loans»

لكن معظم هذه النشاطات قد حدثت قبل انهيار مؤشر ناسداك. وبلا صوء تراجع أسعار الأسهم في السوق في المدة الممتدة بين 2000-2002 إلا حقة لمدة الدراسة. يمكننا توقع سب أعلى من سب الإقضاء السابقة.

17- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loans» 2

18- Ralph Kong, «Insider Loans: Everyone Was Doing It» Business 2.0 (November 2002):82

19- Hodgson, «My Big Fat Corporate Loans» 2

20- انظر

David Leonhard, «It's Called a 'Loan, But It's For Sweeters» New York Times, February 3, 2002, 1

21- سنناقش مسألة الاندماج النسبي للقيود القروض على قيام أطراف الشركات الملتزمين على أسرار الشركات، بيع وشراء أسهم شركاتهم بقدر أكبر من التصريح في الفصل 14

22- Leonhard, «It's Called a 'Loan, But It's For Sweeters», and Leonhard, «It's Called a 'Loan, But It's For Sweeters», Joann S. Lublin, «Executive Pay under the Radar: As CEOs Reported Salaries and Bonuses Get Pinched, Many Chiefs Are Finding Ways to Increase These Compensation» Wall Street Journal, April 11, 2002. B7

10- التمييزات القائمة على غير حقوق الملكية

1- أحد الأهداف القوية المعروفة لمسح المديرين حجماً كبيراً من التمييزات المرتبطة بالأداء بناءً مصدر عن مايكل جيمس و كيم دجيه. مور في العام 1990

Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, «Performance Pay, and Top-Management Incentives» Journal of Political Economy 98 (1990): 225264.

- 2- Paul Hodgson, «What Really Happened to CEO Pay in 2002?» The Corporate Library 2003, 8.

ج- انظر

- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2535.

د- انظر

- Charles P. Himmelberg and R. G. Hubbard, «Executive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity» Working paper, Columbia University and
The Federal Reserve of Economic Research, 2000, 13.

- 3- Olivier Jean Blanchard, Florence Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, «What Do Firms Do With Cash Windfalls?» Journal of Financial Economics 36 (1994): 358 - 359.

- 4- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are,» Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 901-932.

- 7- Murphy, «Executive Compensation,» 2537


8- لا يمتنع الشركات، مثل شركة ملك ديموت، أدى هجوم الطمعة المتولد بعد حملة الأسهم إلى شطب إيرادات استثمار الصناديق التبادلية من أرقام الإيرادات المستخدمة لحساب المكافآت.

- Ellen B. Stutz, «McDermott Alters Its Pay Formulae for Top Executives» Wall Street Journal, February 23, 2002, A2.

- 9- Bethany McLean, «That Old Financial Magic: How You Grow Earnings Five Times Faster Than Reverses? Just Watch» Fortune, February 18, 2002, 70.

- 10- Floyd Norris, «Pension Folly: How Losses Become Profits» New York Times, April 26, 2002, C1.

- 11- Jesse Drabner and Theo Francis, «Profits Fall-Not CEO's Bonus» Wall Street Journal, June 18, 2003, C1.

- 12- Carol J. Loomis, «The Staff Is Wrong» *Fortune*, June 23, 2002, 73 - 84.
- 13- Kevin J. Murphy and Paul Oyer, «Discretion in Executive Contracts: Theory and Evidence» Working paper, University of Southern California and Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business, 2003.
- 14- Richard Trugner, «Giant Disconnect» *St. Petersburg Times*, May 26, 2002, 1H; Louis Lavelle, «Executive Pay» *BusinessWeek*, April 15, 2002, 34; and David Leonhardt, «Coke Reverses Rules, Aiding Its Boss» *New York Times*, April 7, 2002, sec. 3, 6.
- 15- Jesse Drucker, «AT&T Wireless Eases Bonus Rules» *Wall Street Journal*, April 15, 2003, B3.
- 16- Gretchen Morgenson, «The Rules on Bonus Pay Seem Written with Pencil» *New York Times*, May 25, 2003, sec. 3, 1.
- 17- Yaniv Grinstein and Paul Hermalin, «CEO Compensation and Incentives-Evidence from 
- 18- Andrew Ross Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» *New York Times*, April 7, 2002, sec. 3, 1.

19- *El Paso Corp Schedule 64A* (Filed March 19, 2002): 10 - انظر

20- انظر

SBC Communications Schedule 14A (Filed February 14, 1998): 23.

- 21- Bernard S. Black, «Bidding Overpayment in Takeovers» *Stanford Law Review* 41 (1998): 997.
- 22- Fred J. Wooten, Jean A. Sin, and Brian A. Johnson, *Takeovers, Restructurings, and Corporate Governance*, 3rd ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001), 200,221.
- 23- Sara B. Moeller, Frederick P. Schlingensiefen, and René M. Stutz, «Do Shareholders of

Acquiring Firms Gain From Acquisitions?», Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University. 2003, 9

- 24- David Henry, «Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off», *BusinessWeek*, October 14, 2002, 60, 62

- 25- Grinstein and Hribar, «CEO Compensation and Incentives».

26- قال أحمد مستشاري الترويجيات إنه ليس الإتصاف فعلاً أن تتم مكافأة المديرين العاملين على استعداتهم لتعمل تيسات الجلافة والدخول في رهانات لشراء شركتك ولصناعة صفقات من شأنها أن تلبي مستقبلك المهني. أنظر سوركين، «تلك الترهات العلوة إلى مؤل الشركات».

Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

ولكن ألا يرى أن الذهاب في برهة إلى مؤل الشركات لتسوق بعض منها هو الجوهر الحقيقي لعملية إدارة الشركة؟

- 27- Sorkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».

- 28- يستند هذا القطع على تقرير أعدته بول هودجسون لصالح مكتبة الشركات:

Paul Hodgson «Golden Hellow» The Corporate Library, 2002.

- 29- Gretchen Morgenson «Cramer Shares Slide on News of Rising Drop and Departure» *New York Times*, January 3, 2002, C1

- 30- Al Lewis, «Global Crossing's Revolving Door Pure Platinium», *Denver Post*, February 17,

2002, B1

- 31- Patrick McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals Tie the Hands That Pay Them», *New York Times*, Sept 11, 2001, B1.

- 32- Jeremy Kahn, «Suddenly Some Ports Aren't Worth the Pain», *Fortune*, November 11,

2001.

- 33- Paul Hodgson «My Big Fat Corporate Loan» The Corporate Library. 2002, 5.
- 34- Liz Peckham Weston, «Despite Recession, Perks for Top Executives Grow» Los Angeles Times, February 1, 2002, A1.
- 35- *IRIS Review*, 2002 - 3.
- 36- Dean Foust and Louis Lavelle, «CEO Pay: Nothing Succeeds like Failure» *BusinessWeek*, September 11, 2000, 46.
- 37- McGeehan, «Top Executives' Lucrative Deals»
- 38- Paul Hodgson, «Golden Parachutes and Cushion Landings» The Corporate Library. 2003, 7.
- 39- Hodgson, «Golden Parachutes and Cushioned Landings» ?.
- 40- Paul Hodgson, «Paying CEOs to Stay at Home» The Corporate Library, 2003, 1.
- 41- Steven Baiman, *An Introduction to Executive Compensation* (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 86 - 87.
- 42- Baiman, *An Introduction to Executive Compensation*, 1.0.

3.1- نماذج المصادقة في خيارات الأسهم التقديرية

مباردة مقترحة من ألفريد رابابورت مأخوذة من

Alfred Rappaport, «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» *Harvard Business Review* 77 (1999): 92.

- 1- Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2490; and David Yermack, «Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?» *Journal of Financial Economics* 39 (1995): 238.

2- انظر على سبيل المثال:

Clifford Holderness, Randall Krustick, and Dennis Sheehan, «Were the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance

since the Great Depression» *Journal of Finance* 54 (1999): 435 - 469; John J. McConnell and Henri Servaes, «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Values» *Journal of Financial Economics* 27 (1990): 905 - 412; and Randall Merck, Andrei Sibilev, and Robert Vishny, «Managerial Ownership and Market Valuations» *Journal of Financial Economics* 20 (1988): 293 - 315.

3- Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach», Forthcoming, *Journal of Business*.

4- David Leonhardt, «Report on Executive Pay: Will Today's Huge Rewards Drive Tomorrow's Earnings?» *New York Times*, April 2, 2000, sec. 3, 1.

إن الدراسة الوحيدة الأخرى التي ركزت حصرياً على اعتماد خيارات الأسهم سبباً لنوع التوزيعات للمديرين، ولوحة مدة سابقة. قد أشارت أيضاً إلى أن خطط الخيارات قد لا تكون قد صممت وفق أفضل معايير الكفاءة والفاعلية. لقد أظهرت دراسة تحليلية للشركات التي اعتمدت خطط خيارات الأسهم لنوع التوزيعات إديرها بين عامي 1978 و1982 أن حجم الإيرادات الكلية الشارده قد تراجع فيما بعد بالنسبة لنفسي التبعات القروسة، وأن حجم الإيرادات مصوباً على الأصول والموجودات قد تراجع في قيمته المكنة وفي قيمته المصنعة قياساً إلى مؤشر التحلل الذي تمثل فيه الشركة. وأن مصاريف البحث والتطوير قد تراجعت وأن صرف المداوات قد ازداد انظر

Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making» *Financial Management* 20 (1991): 40.

5- إن مفهوم «مبدأ المعيار الذي يعوي أكبر قدر ممكن من المعلومات» كان قد استخدم أول مرة في:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard and Observability» *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 74 - 91.

6- إن الدراسة التي قامت بها شركة إس سي إيه للاستشارات قد نشرت في:

Simon Patterson and Peter Smith, «How to Make Top People's Pay Reflect Performance» *Sunday Times* (London), August 9, 1998, business section, 12.

- 7- J. Angel and Douglas M. McCabe. «Market-Adjusted Options for Executive Compensation» *Global Business and Economics Review* 4 (2002): 14

8- لفراد3 سجيل بغير إلى أن الخيارات المفهومة لا يمكنها أن تفسر جميع تأثيرات السوق أو الحقل الذي تمثل فيه الشركة انظر إلى

Lisa K. Mculbrook. «Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options» working paper. Harvard Business School, 2001 1 - 3

أظهرت موهلبروك أن الخيارات ذات سعر الاستعداد اندر بوط بمؤشر يمثل بحركات السوق أو الحقل الذي تعمل فيه تلك الشركة لا تقوم بقلترد كأمنة لتأثيرات السوق أو الحقل وقد قدمت موهلبروك أدلة بديلة للقيام بذلك

9- انظر

Alfred Rappaport, «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance» *Harvard Business Review* 77(1999): 91-101; Mark A. Clemons and Thomas C. Kieja, «Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance» *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 3 (1997): 31 - 50.

10 انظر

A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans» *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 25 - 26.

ولربرد من التفاصيل حول التأثير التكميري للخيارات المفهومة وتوحيدها انظر

Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «Indexed Executive Stock Options» *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 35

- 11- Kevin J. Murphy. «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options». *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 863.

12- هناك مكاسب محتملة أخرى للمهومة لم يناقشها هنا على سبيل المثال. لقد قبل أن فهمسة سعر استخدام السيارات من شأنه أن يقلل من مدى تبرير المدير لحظاظ السوق.

انظر

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard in Teams», *Bell Journal of Economics* 13 (1982):

328 - 330.

شعر أننا لا نركز على هذا الموضوع على ما تجلبه الخيارات التقليدية من مخاطر بل على حقيقة أن ما يرتبط بتلك الخيارات من تدبيلات عشوائية في الفرق بين سعر السهم وسعر استغلال الخيارات يوجب بالمحصلة في صالح المديرين ويضر عليهم أرباحاً كبيرة.

13. Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in *Executive Compensation and Shareholder Value*, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 43.

14. Shawn Tully "Raising the Bar," *Forrester*, June 8, 1998, 272

15. *Ibid.*, «Raising the Bar»

16. Joan S. Lublin, «Why the Oct-Rich-Quick Days May be Over» *Wall Street Journal*, April

18, 1998.

17. Tully, «Raising the Bar».

32- ذرائع ومعلومات لاهتمام خيارات الأسهم التقليدية

عبارة مقتبسة من جون إم. أبلود وديفيد إس. كابلان، مأخوذة من

John M. Abowd and David S. Kaplan, «Executive Compensation: Six Questions That Need Answering» *Journal of Economic Perspectives* 13 (1999): 157

- 1- J. Murphy, «Executive Compensation» in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 21 and Brian J. Hall and Jeffrey B. Liebman, «The Taxation of Executive Compensation» in *Tax Policy and the Economy*, vol. 14, ed. James Poterba (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 11.

- 2- APB Opinion No. 25, Ronald L. Groves, *Executive Compensation 254.00 at 498* (CCH Tax Transactions Library, 1992).

3- بمقدار ما تعتمد مكافآت المديرين على أرقام الإيرادات المحقة قبل أرقام الإيرادات الأخرى
تعمي أيضاً مكافآت أكبر لكى، من المتوقع أنه عندما يكون مجلس الإدارة على درجة كافية
من الوعي والدراية بأكاديمية استخدام خيارات الأسهم الممهرسة، فإنه سيترك أن مساواة
تعميد جميع المكافآت تحتاج إلى بعض التمدد لكى تمكس على نحو صحيح الأثر المحاسبي
لهذه الخيارات.

4- بالعمل هناك مؤشرات على أن سعر الاسهم في السوق يتأثر تأثراً طفيفاً بما إذا كانت كلفة
الاسهم تدخل في حسابات الشركات أم أنها تكشف في هامش البيانات المالية فحسب، دون
أن تدخل في المؤثرات.

Hassan Espahbodi, Poeran Espahbodi, Zabihollah Rezaee, and Hassan Tehranian,
«Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure: The Case of
Stock Based Compensation». *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002): 343-373.

5- Jennifer Reingold «Commentary: An Option Plan Your CEO Hates», *BusinessWeek*,
February 28, 2000, B2, and James P. Miller, «Leading Concept Axes of Fairness», *Chicago
Tribune*, May 4, 2003, C1.

6- Frederic W. Cook & Co., «Update on Stock Option Accounting Debate», July
30, 2002 http://www.fwcoc.com/alert_letters/702-30-UpdateSOAccountingDebate.pdf (accessed June 23, 2004).

7- انظر الموقع الإلكتروني

http://www.fiaa-creef.org/pubs/hand/admin_resource/article2.html (accessed May 30,
2004).

8- Andrew Hill, «Emotions Run High in Fight over US Stock Option Costs» *Financial Times*,
January 31 2003, 20.

9- Georgeson Shareholder, «2003 Annual Corporate Governance Review», 2003, 7 <http://www.georgesonshareholder.com/pdf/200320%a.wrapup.pdf> (accessed June 23, 2004).

10- انظر

Financial Accounting Standards Board, «Exposure Draft: Proposed Statement of Financial Accounting Standards», March 31, 2004, http://www.fsb.org/draft_of_share-based_payment.pdf (accessed May 23, 2004).

- 11- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 123 (October 1995), 23 - 25.
- 12- Graef S. Crystal, *In Search of Enron: The Overcompensation of American Executives* (New York: W. W. Norton, 1991), 234.
- 13- Financial Accounting Standards Board, «Statement of Financial Accounting Standards», no. 23 (October 1995), 14.
- 14- Linda Barua, «The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», *Indiana Law Journal* 68 (1992): 73.
- 15- Justin Fox, «The Only Option (for Stock Options, That Is): Pretending They Are Free Didn't Work. Expensing Them May Be the Silver Bullet We're Looking For», *Fortune*, August 12, 2002, 110.
- 16- وفق دراسة أجرتها شركة بيرل ماير & شركائهم، فإن 4.9% من الخيارات التي تمنحها الشركات لموظفيها تمنح للمديرين العامين ونسبة إضافية مقدارها 8.6% تمنح للمديرين الآخرين من الصف الأول. انظر
 Pearl Meyer & Partners, «Equity Stake Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations», 2001 - 4.
- 17- Patricia M. Dechow, Amy P. Hemon, and Richard G. Sloan, «Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation», *Journal of Accounting Research* 34 (1996), 1 - 20.
- 18- Surya N. Joshiyraman, Richard A. Lambert, and David F. Larcker, «An Empirical

Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis», *Journal of Accounting*

Research, 38 (1991), 25.

19- 17 CFR § 229.402 (2001).

20- Jensen, Meckling, and Lintner, «An Empirical Investigation», 66 - 67.

21- A. Dye, «Relative Performance Evaluation and Project Selection», *Journal of Accounting*

Research, 38 (1991), 25.

22- انظر

Rajesh K. Aggarwal and Andrew A. Stewick, «Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence», *Journal of Finance*, 54 (1999), 2005.

Finance, 54 (1999), 2005.

23- Murphy, «Executive Compensation», 2538, table 9.

24- Saul Levmore, «Puzzling Stock Options and Compensation Norms», *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 1922-1930, 1923. Options with performance-conditioned vesting could have similar effects.

25- Charles P. Himmelberg and R. Glenn Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity», working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research, 2000, 1-3.

انظر أيضاً:

Paul Oyer, «Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?»

Journal of Financial Economics, 66 (2002), 1-3.

26- Himmelberg and Hubbard, «Incentive Pay and the Market for CEOs» 1- 3.

27- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, «Raids, Rewards, and Reputations in the Market for CEO Talent», *Review of Financial Studies* 16 (2003): 1347

28- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options», *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 863.

29- John E. Core, Wayne Guay, and David F. Larcker, «Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey», *Economic Policy Review* 9 (2003): 12-13. Gerald Garvey and Todd Milbourn, «Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section», *Journal of Finance* 58 (2003): 1557-1581 and L. Jin, «CEO Compensation, Diversification, and Incentives», *Journal of Financial Economics* 66 (2002): 29-63.

30- David M. Schizer, «Tax Constraints on Indexed Options», *University of Pennsylvania Law Review* 149 (2001): 1942-1943.

كما سيبحث من النقاش لاحقاً، فإن بعضهم قد يرون أيضاً في المعاملة الضريبية التفضيلية التي تعطى بها خيارات الأسهم التفضيلة لتسبباً جبرهاً يشرح حقيقة غياب شكل خيارات الأسهم مشروطة الاستعقال عن حملات الخيارات المقدمة للمديرين.

31- 26 USC § 162m (1994).

32- Schizer «Tax Constraints on Indexed Options», 942-1943.

على الرغم من وجود أسباب تقنية يحول دون منح الخيارات المشهورة تفضيلاً ضريبياً في ظل الفقرة 162(m) من القانون الضريبي الأمريكي، هناك اعتقاد لا بأس به بأن بعض دافع الضرائب من الحكومة بمعاملة ضريبية تفضيلية في هذا الخصوص، لنقاش هذا الموضوع انظر

David M. Schizer, «Reducing the Tax Costs of Indexed Options», *Tax Notes* 96 (2002):

1375.

13 المزيد حول نماذج المصادقة في التعويضات القائمة على حقوق الملكية

عبارة مقتبسة عن وارن بوفيت وألمودو من

Sherris Tully, «Raising the Bar», *Fortune*, June 8, 1990: 272.

١- أنظر

Kevin J. Murphy, «Performance Standards in Incentive Contracts» *Journal of Accounting and Economics* 30 (2001): 273 and Richard A. DeFusco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, «The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders», *Journal of Finance* 45 (1990): 617.

2- أنظر على سبيل المثال

Tom Nozel and Steven Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest», *Journal of Derivatives Accounting* 1 (2004): 29-46.

3. Nozel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest».

4. Choungwoo Choe, «Leverage, Volatility, and Executive Stock Options», *Journal of Corporate Finance* 9 (2003): 393.

3- أنظر

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, bk. 2, ed. Orley Ashenfelter and David Card (New York: Elsevier, 1999), 70, table 5.

6- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002): 23.

خبراء اقتصاد آخرون أقروا أيضاً بأن اعتماد هذا الشكل شبه الموحد من صفقات الأسهم لا يتفق مع مبدأ المساواة على نطاق الدراع. أنظر على سبيل المثال.

Yisong S. Tian, «Optimal Contracting, Incentive Effects, and the Valuation of Executive Stock Options», working paper, York University, 2001, 40.

حاول هول وسوريل أن يقدرا بعمق إيجابية نوع الصفقات المائمة، فاجريت معاكاة رقمية في مسمى احتساب السعر الأمثل لاستخدام الصفقات وذلك بالاعتماد على فرضيات متعددة لشكل وظائف التكلفة الخاصة بالمدير ولزود المدير وعوائد سوق البورصة، وتذبذب سعر الشركة في السوق. سمح عن المعاكاة أن سعر الاستخدام الذي يؤدي إلى تنظيم حساسة الارتباط بين الأجر والأداء بالنسبة لمعظم واسع من الوسائط يقع على المصمم لا مجال يتضمن سعر الأسهم الرافض «سعر

Brian J. Hall and Kevin J. Murphy. «Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options». American Economic Association Proceedings 90 (2000): 212; and Hall and Murphy. «Stock Options for Undiversified Executives». 3 - 42

سهر لي دراستهما التحليلية هذه لا يمكنها تفسير الحقيقة التي نلاحظها فيها بتفصيلها. إلا وهي أن 96% من الخيارات الممنوحة هي من نوع الخيارات المكلمة. فالأول ليس هناك من الإلت على أن وظائف المهمة التي اعتمداها - التي جرى تصميمها لجعل حساباتها ممكنة الحل - تسجيم ووظائف المهمة الواضحة الخاصة بالمديرين. ثانياً، لا تأخذ المصاكال الآثار التحفيزية التي تملكها الخيارات على سلوك المديرين بالحسبان. ثالثاً، حتى لو كانت الوسائط التي اختارها تسجيم بالتعل مع واقع المديرين العامين، وحتى لو أمكن تجاهل الآثار التحفيزية لخيارات الأسهم، فإن محاسنها تسج طبعاً من أسعار الاستخدام، بعضها - في شروط معينة - أعلى من سعر السهم يوم منح الخيارات (خيارات حاسمة) لكن معظمها يساوي سعر السهم يوم أصبح (خيارات حاشية)

7- Gretchen Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul». New York Times, February 29, 2004, sec. 3, 1

8- Morgenson, «After I.B.M.'s Option Overhaul», sec. 3, 1

9- Paul L. Gilson, «Alternatives for Stock Options», HR Magazine, January 1999, 40 - 48.

10- انظر

Brian J. Hall, «A Better Way to Pay CEOs?» in Executive Compensation and Shareholder Value, ed. Jennifer Carpenter and David Yermack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999), 43; Nobel and Todd, «Stock Options and Managerial Incentives to Invest»; Shane A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans», Journal of Financial Economics 57 (2000): 334; and Chad A. Lambert, David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia, «Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation», Journal of Accounting Research 29 (1991): 129 - 149.

11 انظر

Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach», working paper, London School of Business and Stern School of Business, New York University, 2003.

12- Hall, «A Better Way to Pay CEOs», 43.

13- هذا المثال مأخوذ من:

Steven Kaplan in An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 151.

14- Joe Choong, «Valuation of 'Ranarback' Executive Stock Options: A Simulation Approach», working paper, The University of Auckland, 2002.

15- <http://www.enr.com/ENR/ENR/2004/0711/071101.html>.

16- Deborah Solomon, «SEC Probes Options Grants Made as Company News Boosts Stocks», *Wall Street Journal*, March 27, 2004, F1.

17- David Abowd and Ron Kasznik, «CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures», *Journal of Accounting and Economics* 29 (2000): 73-108; Steven Kaplan, Hanping Chen, and Sriniwasan Sankaragurusamy, «Earnings Management Prior to Stock Option Grants», working paper, Temple University Department of Accounting, 2002; and David Yermack, «Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements», *Journal of Finance* 52 (1997): 449 - 477.

18- تتبجيم هذه الفئحة مع دلائل أخرى تشير إلى وجود انتفاخات شاذة في الأسعار قبل منح المهارات. انظر

Krithi Chaturvin and Cathy Shenoy, «Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants», *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization* 7 (2001): 53 - 76.

19- Kaplan, Chen, and Sankaragurusamy, «Earnings Management Prior to Stock Option

- 20- Menachem Brenner, Rangarajan K. Sundaram, and David Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 110.

وفقاً لركز الأبحاث المتعلقة بمسؤولية المستثمر (IBRC)، فإن 3% من الشركات التي شملتها الدراسة والبالغ عددها 1189 شركة قامت بإعادة تسعير خياراتها الممنوحة في العام 1996

انظر

Kathy B. Ratten. *Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998* (Investor Responsibility Research Center, 1999), 2.

- 21- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options», 112.

- 22- Thomas A. Ratzliff, «New Guidance in Accounting for Stock-Based Compensation: FASB's

FIN 48, *Journal of Accountancy*, February 2001, 13-18.

- 23- Brian J. Hall and Thomas Knott, «Measuring Option Fragility», working paper no. 82 - 19, Harvard Business School, Negotiations, Organizations and Markets Unit, 2002, 3.

24- انظر

Justin Fox, «Amazing Stock Option Sleight of Hand», *Fortune*, June 25, 2001, 86.

- 25- Vinod V. Acharya, Kunt John, and Rangarajan K. Sundaram, «On the Optimality of Restructuring Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 67.

- 26- Li Jin and Lisa Moulbrock, «Do Underwriter Executive Stock Options Still Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignment», working paper, Harvard Business School, 2003, 19-20.

27- انظر

Mary Ellen Carter and Lissa J. Lynch, «The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnover», working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Darden Graduate School of Business, 2003, 4.

28- P. Jane Saly, «Repricing Executive Stock Options in a Down Market», *Journal of Accounting*

and Economics 61 (1998): 335.

29- A. Martinez, «Moving the Goal Posts: Options Re-pricing Gives Companies a Powerful Tool to Retain Workers. Critics See It as Rewarding Failure», *Wall Street Journal*, April 9, 1998, R4; J. A. Byrne, «How to Reward Failure: Reprice Stock Options», *BusinessWeek*, October 12, 1998, 56; and James E. Hensel, «Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor», *University of Cincinnati Law Review* 63 (1995): 749.

يتمتع مجلس مؤسسات الاستثمار بسم سياسات حوكمة الشركات. كأحد مبادئه الأساسية على أن التغيرات المفاجئة لا ينبغي إعادة تسيرها أو استبدالها دون مراقبة حملة الأسهم. انظر الموقع الإلكتروني.

http://www.cii.org/bewarcc/web.to/doi/policies_iv.cfm (accessed March 17, 2004).

30- خلصت إحدى الدراسات إلى أنه لا نحو 30% من الحالات التي جرت فيها إعادة التسعير جرى خفض سعر الاستخدام لكنه بقي أعلى من سعر السهم في تاريخ إعادة التسعير انظر

Brenner, Sandersen, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options»,

112

ال. عدد بعض المديرين ومجالس الإدارة. ربما حوّلوا من ضغط المساهمين والمهتمين. إلى تحديد مكاسب إعادة التسعير بالاعتماد أسعار استخدام أعلى بدلاً من أسعار الأسهم في تاريخ إعادة التسعير انظر

Donald M. Chance, Raman Kumar, and Rebecca B. Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 146.

31- Brenner, Sandersen, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options»,

121

32- Chance, Kumar, and Todd, «The 'Re-pricing' of Executive Stock Options», 131; and Mary Ellen Carter and Leann J. Lynch, «An Examination of Executive Stock Option Re-pricing»,

Journal of Financial Economics 51 (1998): 391.

- 34- Sandra Ramfro Callaghan, P. Jane Saly, and Chandre Subramaniam, «The Timing of Option Re-pricing», working paper, Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington, 2000.

35- انظر

Timothy G. Pollock, Harold M. Fischer, and James B. Wad, «The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options», *Academy of Management Journal* 45 (2002): 1178.

36- كما مستخرج لاحقاً. هناك عدة أشكال لمعاملة إعادة شحن الخيارات. على سبيل المثال، تسمح بعض خطط إعادة الشحن خيارات إضافية قابلة لإعادة الشحن، وذلك عوضاً عن الأسهم المملوكة التي يجب بيعها لتدفع الضرائب المستحقة على عملية استخدام الخيارات.

- 37- Thomas Hemmer, Serve Melancon, and Terry Sherlin, «Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Reload Provision», *Journal of Accounting Research* 36 (1998): 234.

- 38- P. Jane Saly, Ravi Jagannathan, and Steven J. Huddart, «Valuing the Reload Feature of Executive Stock Options», *Accounting Horizons* 12 (1999): 220.

39- جاء في تقرير لجنة وول سترين جورنال عام 1999 أن 21 شركة من الشركات الأربعين المشمولة في الدراسة التي تقوم بإعادة شحن خياراتها المتفوعة، كانت تصدر خيارات امتيازية للموظفين من الأسهم التي يجب بيعها لتدفع الضرائب المستحقة من جراء عملية استخدام الخيارات. انظر

Christopher Gay «Hard to Lose 'Reload' Options Promote Stock Ownership among Executives, But Critics Say They're a Lot More Costly than Shareholders Realize», *Wall Street Journal*, April 8, 1999, R6.

40- انظر

Saly, Jagannathan, and Huddart, «Valuing the Reload Feature», 220

عدد قليل من الشركات يحدد على الشكل النظامي لعملية إعادة شحن الحيازات. وذلك باستخدام أساليب أخرى متقنة. فبعض الشركات تصدر خياراً جديداً عن كل حياز يستخدم بدلاً من إصدار حياز جديد عن كل سهم يجري التنازل عنه حين استخدام الخيارات. وشركات أخرى تعدد آجال الخيارات الجديدة التي ما بعد آجال الخيارات الأصلية التي جرى استبدالها

انظر «Gay, «Hard to Lose»

كلا الأسلوبين يسمح المديرين قيمة إضافية على القيمة التي تمنحها الخيارات التي يمارسونها نظامياً

41- Heard, «Executive Compensation», 749, 759

42- انظر

Gay, «Hard to Lose», and Jennifer Reingold, «Nice Option if You Can Get It», *BusinessWeek*, May 4, 1998, 111

43- إحدى مجموعات خبراء الاقتصاد قامت بدراسة شملت معطيات الشركات الآف وحسب فئة المدرجة على لائحة S&P من عام 1993 إلى عام 1995 وخلصت إلى أن المديرين الذين يمتلكون حصصاً صغيرة نسبياً من أسهم شركاتهم كانوا يهتفون بنحو 30% من الحصص الإضافية التي يحصلون عليها من جرء استخدام خياراتهم. إلا حين كان المديرين الذين يمتلكون حصصاً كبيرة نسبياً من أسهم شركاتهم يهتفون بحبل حصصهم الإضافية.

انظر

Eli Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and Evolution of Managerial Ownership» *Journal of Finance* 55 (2000): 1377-1398

44- انظر على سبيل المثال

Joan S. Lublin, «With Options Tamed, Companies Award Restricted Stock» *Wall Street Journal*, March 3, 2003, B1.

45- Lublin, «With Options Tamed».

46- من المحتمل جداً أن تؤدي ملكية الأسهم المقيدة إلى مشكلة أخرى ناتجة عن سعر الاستخدام لساوي للصهر. خلافاً لعالمية حملة الأسهم الذين يمتلكون أيضاً أسهماً متنوعة في السوق.

في أن ثروة المديرين عادة ما تكون مكونة من أسهمها من الأسهم والميارات التي يحصلون عليها كتمويض أو اجر من الشركة التي يعملون فيها. وعندما يمتلك المدير حصة كبيرة من أسهم الشركة التي يديرها فإنه قد يميل إلى يكون محافظاً أكثر ممّا هو في مجال بيع حصة أسهم الشركة الآخرين الذين لا تقتصر ملكيتهم على أسهم هذه الشركة بالذات بل يضم أسهم شركات أخرى في السوق. ولما كانت الخيارات التي لها أسعار مستخدم أكبر من الصفر تدفع المدير الذي يملكها لكي يعمل باتجاه رفع سعر السهم في السوق أكثر مما تدفعه ملكية الأسهم المتعددة. فإنها (أي الميارات) تدفعه أكثر للانحياز لفراوات المبرجة بمدة بعض الشيء من طيبته التي تنحو إلى المحافظة على التمتع.

- 47- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options», *Journal of Economics Perspectives* 17 (2003): 60.

14- معرفة المصروف بمحواظر الملكية

مباركة مقبلة من إيلي أولف و ديليد برمانك. ماخوذ من

- ER Ofek and David Yermack, «Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership», *Journal of Finance* 55 (1997): 1347 - 1384.

1. المحبة المأدبة في هذه الفقرة «مروسة بمرصد من التصويل في

- Oren Bar - Gil and Lucian Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares», working paper Harvard Law School, 2003.

- 2- David M. Schizer, «Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility», *Columbia Law Review* 90 (2000): 468 - 472
- 3- Jennifer N. Carpenter, «The Exercise and Valuation of Executive Stock Options», *Journal of Financial Economics* 48 (1998): 139.
- 4- Paul L. Gillan, «Alternatives for Stock Options», *HR Magazine*, January 1999, 40 - 48; Steven Hubbard, «Employee Stock Options», *Journal of Accounting and Economics* 18 (1994): 207-231 and Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376 - 1377

5. Ellen E. Schultz and Thom Francis, «Fair Shares? Why Company Stock Is a Burden for Many and Less So for a Few», *Wall Street Journal*, November 27, 2001, A1; Greg Ip, «Collars Give Insiders Way to Cut Risk», *Wall Street Journal*, September 17, 1997, C1, C3; Stuart Weinberg, «Insiders Hedge with Zero-Cost Collars», *Wall Street Journal*, August 7, 2002, B5; and Randall Smith and Jesse Eisinger, «The Insiders' Magic Way to Sell», *Wall Street Journal*, March 19, 2004, F1.

6. J. Carr Bettis, John M. Bizjak, and Michael L. Lermanon, «Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (2001): 345-370.

7- كُشِفت دراسة قام بها ستيفارت شواب و راندال ثوماس، شملت عقود لبيع 375 مديراً عاماً لم تكن جميعها «مكتفية الشرائكة» عن أن أياً من تلك العقود لم ينطرق إلى تشييد حرية المدير العام. لا تعصم خيارات الأسهم المقدمة له قبل تاريخ استحقاقها. انظر

Stewart J. Schwab and Randall S. Thomas, «What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts», working paper, Cornell Law School and *Journal of Law and Economics*, 2004, 1.

8- Schwab and Thomas, «What Do CEOs Bargain For?» 13.

9- Schizer, «Executives and Hedging» 442-443.

10- Ofek and Yermack, «Taking Stock», 1376.

11- John E. Core and David F. Larcher, «Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership», *Journal of Financial Economics* 64 (2002): 322.

12- American Express Schedule 14A (filed on March 6, 2000): 25.

13- American Express Schedule 14A filings from 1993 to 2000.

14- American Express Schedule 14A (filed on March 10, 2000), 27 as reported in Steven Berman, *An Introduction to Executive Compensation* (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 211.

15- انظر

Joseph S. Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May Be Over», Wall Street Journal, April 14, 2003, B3.

16- انظر Lublin, «Why the Get-Rich-Quick Days May Be Over»

17- للاطلاع على مناقشة شاملة لهذه المسألة انظر

Joan M. Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure», Southern California Law Review 71 (1998): 334 - 346, 364.

18- Fried, «Reducing the profitability of Corporate Insider Trading», 322 - 323; and H. Nejat Seyhan, Investment Intelligence from Insider Trading (Cambridge, MA: MIT Press, 1998).

كذلك يستلزم اندسرون تضخيم ما يحمونه من أرباح إلى صفقات الاتجار الداخلية عبر صفقات إعادة الشراء حيث يمدون إلى شراء أسهم شركتهم من المسهين الماديين على نحو غير مباشر ويسمى مخفض. انظر

Jesse M. Fried, «Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers», University of Chicago Law Review 67 (2000): 421 - 477, and Jesse M. Fried, «Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism?» Theoretical Inquiries in Law 2 (2000): 865 - 894.

19- انظر

Jesse M. Fried, «Insider Abstentions», Yale Law Journal 113 (2003): 486 - 491

20- انظر 17 - 10b5-1 Section 240, C.F.R.

21- انظر على سبيل المثال،

Steven E. Bochner and Leslie A. Hukala, «Implementing Rule 10b5-1 Stock Trading Plans», Insights 15 (2001): 2.

22- للاطلاع على تحقيق يقدم الإثبات القمى انظر

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 303 - 392

في النصف الثاني من الثمانينيات تمكن أصحاب المصائب في الشركات المسهمة العامة من استثمار معلوماتهم الداخلية لجسي أرباح إضافية تقدر بمحو 5 مليارات \$ سنوياً عبر الاتجار بأسهم الشركات التي يملكون فيها.

23- Randall Smith and Danielle Sena, «Americitrade Says Insiders' Sales Must Now Be Announced First», Wall Street Journal, March 17, 1999, C3.

24- Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 345.

25- J. Carr Betia, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon, «Corporate Policies Restricting Trading by Insiders», Journal of Financial Economics 57 (2000): 192.

26- Kumar Sivalanar and Gregory Waymire, «Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings», Financial Management 23 (1994): 23-32.

لإيضاح العوامل التي تجعل تولد الاتجار عبر قاعدة على منح المديرين كلياً من الاتجار بالمعلومات الداخلية انظر

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 346.

27- يذكر على سبيل المثال ل. و. حدأ من مديري شركة مايكروويبرهاوس التي لا تسمح لمديريها بالاتجار بأسهمها الا أثناء مدة معسومة تمتد على تسعة أيام تبدأ بعد مرور خمسة أيام على موعد إعلان الأرباح الفصلية. قد عمد إلى بيع ما قيمته 2.4 مليون \$ من الأسهم في آخر نيسان/أبريل - أول أيار/مايو أي قبل شهر من الإعلان عن العائدات المتوقعة عبر السارة للربح الثاني من العام. والذي دفع بسعر الأسهم إلى الهبوط بمعدل تجاوز 60 بالمئة انظر

Bridget O'Brian, «Insider Selling of a Stock Halted South May Mean Others Should Also Bail Out», Wall Street Journal, July 17, 1996, C14.

28- Andrew Hill, «Inside Track», Financial Times (London), August 2, 2002, 10.

29- Henry Sender and Rebecca Blumstein, «Questing the Books: Global Crossing Creditors Review Sales, Swaps», Wall Street Journal, February 25, 2002, A6.

30- Mark Gimein, «You Bought. They Sold», Fortune, September 2, 2002, 64-65.

- 31- William S. Larrach, «Pioneering America: How American Investors Got Taken for Trillions by Corporate Insiders», *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 9 (2002): 103.
- 32- Jennifer N. Carpenter and Barbara Remmen, «Executive Stock Option Exercises and Inside Information», *Journal of Business* 74 (2001): 513 - 534.

33- انظر

Bin Ke, Steven Huddart, and Kathy Petroni, «What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades», *Journal of Accounting and Economics* 35 (2003): 315 - 346.

34- انظر

Messod Benaish, Eric Fenn, and Mark E. Vargas, «The Relation between Incentives to Avoid Debt Covenant Default and Insider Trading», working paper, Indiana University, 2001.

- 35- David Leonhardt, «It's Called a 'Loss', But It's Far Sweeter», *New York Times*, February 3, 2002, sec. 3, 11 and David Leonhardt, «Executives Beyond Enron Took Months to Report Sales», *New York Times*, February 11, 2002, C1.

- 36- Shijun Cheng, Venky Nagar, and Madhav V. Rajan, «Do Delayed Insider Disclosures Convey Information about Future Earnings?», working paper, University of Michigan Business School, 2001.

- 37- Alex Burman, «2 Tyco Officials Sold Stock by Returning It to Company», *New York Times*, January 30, 2002, C1.

- 38- Sarbanes-Oxley Act, sec. 403(a).

- 39- SEC Release No. 338230- (May 7, 2003).

40- المادة 306(أ) من قانون ساروس-أوكسلي يمنع الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة من الاتجار بأسهم الشركة أيضاً أثناء مدة ملاء الصدوق التقاعدي التي لا يسمح فيها لموظفي الشركة بتقبل أرصدهم في المصندوق التقاعدي بين الخيارات الاستثمارية المختلفة (التي تشمل

عادة فيما تشمله أسهم الشركة) خبر أن عدد عملاء الصندوق التقاعدي لا تتأثر مطلقاً بنوهر المعلومات الدخيلة التي تتيح للمديرين وبعض الموظفين الآخرين عقد صفقات الاتجار لجزرية بل إن تلك المدد عادة ما يتم فرضها من قبل المشرف على برنامج التقاعد كلما طرأت تغييرات جديدة على خيارات الاستثمار أو تتزامن مع إعادة تكوين خريفة الصندوق. أو يتم إقرارها من قبل التقييم على برنامج التقاعد (أو غيره القابل على خدمة الصندوق) لذلك فإن من غير المفهوم على الإطلاق أن يمتلك البعض بأن حظر الاتجار بأسهم الشركة أقضاء مدد عملاء الصندوق التقاعدي سوف يتخلص بوضوح من فائدة المديرين على إبرام صفقات الاتجار لجزرية استناداً إلى ما يتعين عليه من معلومات داخلية.

4- للاطلاع على نموذج منهجي لتلك الحوافز الشاذة انظر

Bar-Gill and Bebchuk, «The Costs of Permitting Managers to Sell Shares»

- 42- Daniel Bergstresser and Thomas Philippon, «CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990s», working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology, 2003; Mahmud D. Berman, «Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP», Accounting Review 74 (1999): 423 - 437 and Bin Ke, «The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases», working paper, Pennsylvania State University, 2003

- 43- Berman, «Incentives and Penalties», 423 - 437

كشفت دراسة أخرى عن أن كبار المديرين في الشركات التي شهدت اضطرابات محاسبية جعلتها لاحقاً هدفاً لإجراءات تنقيحية من جانب هيئة الأوراق والأسواق المالية قد استخدموا خياراتهم أقضاء المدد التي سبقت ذلك بمعدل أعلى بوضوح منه لدى نظرائهم في الشركات الأخرى. انظر

Sini Kedia and Natasha Borna, «Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements» working paper, Harvard

- 44- Scott L. Sumner and John T. Sweeney, «Fraudulently Misused Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis», Accounting Review 73 (1998): 131 - 144.

- 45- Shane A. Johnson, Harley E. Ryan, and Yizeng S. Tian, «Executive Compensation and Corporate Friends», working paper, Louisiana State University and York University, 2003.
- 46- Merle Erickson, Michelle Hamilton, and Edward Maydew, «How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings», *Accounting Review*
- 47- See Section 304 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002

19-خطوط تمويزات المديرين

مباركة مقتبسة من رئيس هيئة الأوراق والأسواق المالية، ويليام دونادسون، مأخوذة من:

SEC Chairman William Donaldson, quoted in *Law Culture*, «Above Boards», *CFO Magazine* (October 2003).

<http://www.cfo.com/article/15309,100017%2C07%2C7%2C7067%2C00.html>

Accessed Jan. 11, 2004.

- 1- Jesse M. Frust, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosures», *Southern California Law Review* 71 (1998): 303 - 392.

- 2- Reg. S-K, Item 402 (17 CFR 229 - 402).

3 انظر NYSE Corp. Gov. Rules Sec. 303A.05

4- انظر على سجل المثال:

TIAA-CREF, «Policy Statement on Corporate Governance», http://www.tiaa-cref.org/pubs/html/governance_policy (accessed March 16, 2004).

- 5- NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A, SEC Release No. 34 - 48108 (June 3, 2003).

6- انظر على سجل المثال:

Andrew Countryman, «Investors Get Say on Equity Pay», *SEC Mandates Stockholder Vote*, *Chicago Tribune*, July 1, 2003, C1, and Amy Strahan Butler, «S.E.C. Passes Rule Changes for Options», *New York Times*, July 1 2003, C1.

7 انظر

Wachett, Lyman, Rosen, and Katz, «Stock Plan Design for the Upcoming Proxy Season», January 21, 2004

١٤- انظر هيئة المستثمرين المؤسساتيين.

Council of Institutional Investors, «Council Policies Director and Management Compensation», http://www.cii.org/dowload/weburl/doc/policies_14.cfm (accessed June 23, 2004).

16- تطوير حوكمة الشركات

عبارة مقتبسة من المستشار ويليام ألي مأخوذة من أتلان بلازيوس.

Chancellor William Allen, writing in *Blasius v. Atlas*, 564 A.2d 651-659 (Del. Ch. 1988).

١٥- انظر

Lucian A. Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *Business Lawyer* 59 (2003): 43-66, reprinted in Lucian A. Bebchuk, ed., *Shareholder Access to the Corporate Ballot* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004); and Lucian A. Bebchuk, *The Case for Allocating More Power to Shareholders*, *Harvard Law Review* (forthcoming).

٢- للاطلاع على رؤيتين شائعتين حديثتي العهد من جانب أنصار الحفاظ على موارد القوى القائمة جانباً بين المديرين والمساهمين انظر

Martin Lipton and Steven A. Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come», *Business Lawyer* 59 (2003): 6794-, reprinted in Bebchuk, *Shareholder Access to the Corporate Ballot*; and John J. Castelletti and Amy L. Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposals», in Bebchuk, *Shareholder Access to the Corporate Ballot*.

3- Charles M. Elson, «The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership», *University of Cincinnati Law Review* 63 (1994): 690-692.

4- *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946, 949 (Del. 1985); quoting *Arson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 811 (Del. 1984).

5- Bebchuk, «The Case for Shareholder Access to the Ballot», *Business Lawyer* 59 (2003): 43-66.

6. أثناء مدة سبع السنين تلك، دعي المسهمون 215 مرة إلى صناديق الاقتراع، أي بمعدل 30 مرة تقريباً في العام الواحد. غير أن غالبية تلك الدعوات الانتخابية لم تكن تطوّر على أي محاولة لاستبدال مجلس الإدارة بمرق جديد يدير الشركة على نحو مختلف لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم. معورج تلك الحالات لم يكن ليحصل باختيار أعضاء المجلس على الإطلاق، وإنما بقضائها أخرى كمشروعات تعديل ميثاق الشركة وما إلى ذلك. كذلك كان هناك العدد منسبة تقريباً من الصراعات الانتخابية المتعلقة بانتخاب أعضاء المجلس في سباق عروش الاستيلاء المدونة وما رافقتها من محاولات استبدال المجلس بنية إتاحة الفرصة لإتمام صفقة الشراء المدونة. توبى سباق المحاولات الرامية إلى فتح أو إعادة هيكلية بعض الاعتمادات المالية المعلقة.

7. Letter from Henry A. McKinnell, Ph.D., chairman and CEO, Pfizer Inc., and chairman, The Business Roundtable, to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), <http://www.sec.gov/rules/proposed/s71903/s71903-3&1.pdf> (accessed March 16, 2004).

الانقسام الرئيسية التي تضمنتها الرسالة تم عرضها في ورقة بحث لاحقة حملت اسم رئيس طائفة الأخصائين الشهيرة بواحد من مستشاريه القانونيين. انظر

Castellano and Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposals».

8. Lucian Bebchuk and Marco Kahn, «A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests», *California Law Review* 78 (1990): 1071-1136.

9. Letter from Lucian A. Bebchuk to Jonathan G. Katz, secretary, SEC (December 22, 2003), <http://www.sec.gov/rules/Proposed/s71903/labebchuk122203.htm> (accessed March 16,

2004).

10. انظر

Lucian Bebchuk and Alma Cohen, «The Costs of Entrenched Boards», *Harvard Law School*, working paper, 2003, <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/> (accessed March 16, 2004).

11. للاطلاع على مناقشة منهجية لهذه المسألة انظر

Lucian Bebchuk and Amir Hamdani, «Optimal Defaults for Corporate Law Evolution»,

12- للإطلاع على تحليل يوضح كيف أن سلطة مجالس الإدارة على قرارات تسجيل الشركة تدفع بالسلطات المنسوبة إلى الولاية إلى إصدار قوانين تدرج كافة المديرين انظر

Lucian A. Bebchuk, «Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Laws», *Harvard Law Review* 105 (1992): 1435 - 1510; and Lucian A. Bebchuk and Allen Farrell, «Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers», *Columbia Law Review* 99 (1999): 1168 - 1199.

للوقوف على دلائل تجريبية تبين أن قرارات التسجيل وإعداد التسجيل تقدم لسلطات الولايات المعنية والرافعة عموماً إلى الحفاظ على الشركات المسجلة لديها، دوافع حقيقية لتبني تشريعات مضادة لمحاولات الاستيلاء تضمن توفير الحماية الكافية للمديرين انظر

Lucian A. Bebchuk and Alma Cohen, «Firms' Decision Where to Incorporate», *Journal of Law and Economics* 46 (2003): 383 - 425

13- Lipton and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxy», 83 - 85.

14- Lipton and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxy», 82

15- Lipton and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxy», 77

16- 483 U.S. 224, 234 (1988), quoting *Flowers v. Eberstadt*, 814 F. 2d 1169, 1175 (7th Cir 1987).

17- Lipton and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxy», 87

18- Maria Lipton, «Takeover Bids in the Target's Boardroom», *Business Lawyer* 33 (1979): 101 - 134; and Jeremy C. Stein, «Takeover Threats and Managerial Myopia», *Journal of Political Economy* 96 (1988): 4180-

19- Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices», *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003): 107 - 155, and Bebchuk and Cohen, «The Costs of Financial Distress».

20- Lipton and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxy», 76.

21- Lipton and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxy», 94.

المراجع

- Aboody, David, and Ron Kasnik. 2000. "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures." *Journal of Accounting and Economics* 29: 73-100.
- Aboody, John M., and David S. Kaplan. 1999. "Executive Compensation: Six Questions That Need Answering." *Journal of Economic Perspectives* 13: 145-168.
- Acharya, Viral V., Kose John, and Rangarajan K. Sundaram. 2000. "On the Optimality of Resetting Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 65-101.
- Aggarwal, Rajesh K., and Andrew A. Samwick. 1999. "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 54: 1999-2043.
- Agrawal, Anup, and Charles R. Knecher. 1998. "Managerial Compensation and the Threat of Takeover." *Journal of Financial Economics* 47: 219-239.
- Agrawal, Anup, and Ralph A. Wallding. 1994. "Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids." *Journal of Finance* 49: 985-1014.
- Allen, Michael Patrick. 1981. "Power and Privilege in the Large Corporation. Corporate Control and Managerial Compensation." *American Journal of Sociology* 86: 1112-1123.
- Angel, James J., and Douglas M. McCabe. 2002. "Market-Adjusted Options for Executive Compensation." *Global Business and Economics Review* 4: 1-23.
- Baker, George P., Michael C. Jensen, and Kevin I. Murphy. 1998. "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory." *Journal of Finance* 63: 614.
- Balsam, Steven. 2002. *An Introduction to Executive Compensation*. San Diego, CA: Academic Press.
- Balsam, Steven, Huijing Chen, and Srinivasan Sankaragurunurthy. 2003. "Earnings Management Prior to Stock Option Grants." Working paper, Temple University, Department of Accounting.
- Bar-Gill, Oren, and Lucian A. Bebchuk. 2003. "The Costs of Permitting Managers to Sell Shares." Working paper, Harvard Law School.
- Barrie, Linda J. 1992. "The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay." *Indiana Law Journal* 68: 99-100.
- Bebchuk, Lucian A. 1989. "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The

- Desirable Constraints on Charter Amendments." *Harvard Law Review* 102: 1820-1860.
- . 1992. "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law." *Harvard Law Review* 105: 1435-1510.
- . 2003. "The Case for Shareholder Access to the Ballot." *Business Lawyer* 59: 43-66.
- . Forthcoming. "The Case for Allocating More Power to Shareholders." *Harvard Law Review*.
- Belchuk, Lucian A., John Coates IV, and Gideon Shterman. 2002. "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy." *Stanford Law Review* 54: 887-951.
- Belchuk, Lucian A., and Alana Cohen. 2003. "The Costs of Envenomed Boards." Working paper, Harvard Law School.
- . 2003. "Firms' Decision Where to Incorporate." *Journal of Law and Economics* 46: 383-425.
- Belchuk, Lucian A., and Allen Ferrell. 1999. "Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers." *Columbia Law Review* 99: 1168-1199.
- Belchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried. "Executive Compensation as an Agency Problem." *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003): 71-92.
- Belchuk, Lucian A., Jesse M. Fried, and David I. Walker. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation." *University of Chicago Law Review* 69 (2002): 751-846.
- Belchuk, Lucian A. and Yaniv Grinstein. 2004. "The Growth of Executive Pay." Working paper, Harvard Law School.
- Belchuk, Lucian A., and Asaf Hamdani. 2002. "Optimal Defaults for Corporate Law Evaluation." *Northwestern Law Review* 96: 489-528.
- Belchuk, Lucian A., and Christine Jolls. 1999. "Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth." *Journal of Law, Economics, and Organization* 15: 487-502.
- Belchuk, Lucian A., and Marcel Kahn. 1998. "A Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests." *California Law Review* 78: 1071-1135.
- Belchuk, Lucian A., and Mark I. Roe. 1999. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review* 52: 127-170.
- Beneish, Meiror D. 1999. "Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP." *Accounting Review* 74: 425-457.
- Beneish, Meiror D., Eric Press, and Mark E. Vargus. 2001. "The Relation between Incentives to Avoid Debt-Covenant Defaults and Insider Trading." Working paper, Indiana University.
- Bergmeier, Daniel, and Thomas Philippon. 2002. "CEO Incentives and Earnings Management." Working paper, Harvard Business School and Massachusetts Institute of Technology.
- Berk, Adolph A. Jr., and Gardner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- Bertrand, Marianne, and Scott H. Hershleifer. 1999. "Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation." *Rand Journal of Economics* 30: 535-554.

- . 2000. "Agents With and Without Principals." *American Economic Review* 90: 203–208.
- . 2001. "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are." *Quarterly Journal of Economics* 116: 901–932.
- Bethel, Jennifer B., and Stuart L. Gillen. 2003. "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting." *Financial Management* 31: 39–54.
- Bettis, J. Carr, John M. Bizjak, and Michael L. Lemmon. 2001. "Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36: 345–371.
- Bettis, J. Carr, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon. 2000. "Corporate Policies Restricting Trading by Insiders." *Journal of Financial Economics* 57: 191–220.
- Bizjak, John M., Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen. 2000. "Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation?" Working paper, Portland State University, University of Utah, and Arizona State University.
- Black, Bernard S. 1989. "Bladder Overpayment in Takeovers." *Stanford Law Review* 41: 1–24.
- Blanchard, Olivier Jean, Florencio Lopes-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1994. "What Do Firms Do with Cash Windfalls?" *Journal of Financial Economics* 34: 357–380.
- Boehmer, Steven E., and Leslie A. Kahle. 2001. "Implementing Rule 10b5-1 Stock Trading Plans." *Insights* 15: 2.
- Boeker, Warren. 1992. "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top." *Administrative Science Quarterly* 37: 400–418.
- Bogus, Carl T. 1993. "Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy." *Buffalo Law Review* 41: 1–83.
- Borokhovich, Kenneth A., Kelly B. Brunarski, and Robert Parrino. 1997. "CEO Contracting and Anti-Takeover Amendments." *Journal of Finance* 52: 495–517.
- Bernner, Menachem, Rangarajan K. Soodanem, and David Yermack. 2000. "Altering the Terms of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 103–128.
- Brick, Ivan E., Oded Palmon, and John K. Wald. 2002. "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism." Working paper, Rutgers University Business School.
- Brudney, Victor. 1982. "The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village?" *Harvard Law Review* 95: 597–659.
- Brudney, Victor, and Allen Ferrell. 2002. "Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving." *University of Chicago Law Review* 69: 19–1218.
- Burke, Stacey, Glenn Davis, Chris Loayza, Connor Murphy, and Sergio Schuchman. 2002. "The Structure and Compensation of Boards of Directors at S&P Super 1500 Companies." In *Board Structure/Board Pay 2002*. Washington, DC: Investor Responsibility Research Center.
- Calabro, Lori. "Above Board." 2003. *CFO Magazine* (October). [http://www.cfo.com/article/1.5309.1000110\[M700\].00.html](http://www.cfo.com/article/1.5309.1000110[M700].00.html) (accessed June 23, 2004).

Callaghan, Brenda. Grades 9, 10, 11, and 12. *Options International*. 2000. "The Timing of Option Expiring." Working paper. Santa Barbara University, University of St. Thomas, and University of Texas at Arlington.

Corpeau, Ronald. n.d. "The Impact and Implications of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 45: 171-95.

Corpeau, Ronald R., and Barbara Remmer. 2000. "Executive Stock Option Exercises and Inside Information." *Journal of Finance* 55: 131-55.

Coyne, John. 2000. *Options and Warrants*. 4 vols. 2000. *The Economics of Executive Stock Options*. By George. *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

—. 2001. "The Effect of Stock Option Expiration on Corporate Earnings." Working paper. The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia. Available online at: <http://www.finance.wharton.upenn.edu/~jcoyne/>

Coyne, John. 2001. *Options and Warrants*. 4 vols. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." In *Executive Stock Options: A Guide to Understanding the Impact of Executive Stock Options on Corporate Performance*. Edited by George. Santa Barbara, CA: ABC-CLIO.

Coyne, John. 2001. *Options and Warrants*. 4 vols. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John, and John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

—. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

Coyne, John. 2001. "The Economics of Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 63: 337-53.

- Conyon, Martin J. and Kevin J. Murphy. 2000. "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K." *Economic Journal* 110: F660-F671.
- Conyon, Martin J., and Simon J. Peck. 2004. *Compensation Consultants and Executive Pay*. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University.
- Core, John E., Wayne Guay, and David F. Larcker. 2003. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey." *Economic Policy Review* 9: 17-56.
- Core, John E., Robert W. Mohlhausen, and David F. Larcker. 1999. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 51: 371-406.
- Core, John E., and David F. Larcker. 2002. "Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership." *Journal of Financial Economics* 64: 317-348.
- Corporate Library, The. 2001. "The Use of Company Aircraft." Special report.
- Crymch, Graef S. 1991. *In Search of Extras: The Overcompensation of American Executives*. New York: W. W. Norton.
- Cyert, Richard M., Suk-Hyon Kang, and Praveen Kumar. 2002. "Corporate Governance Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence." *Management Science* 48: 453-469.
- David, Parthiban, Rahul Kachar, and Edward Levitas. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal* 41: 280-308.
- Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan. 1996. "Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation." *Journal of Accounting Research* 34: 1-20.
- DeFusco, Richard A., Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn. 1990. "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders." *Journal of Finance* 45: 617-627.
- . 1991. "The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making." *Financial Management* 20: 36-43.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. 2002. "The Corporate Governance Role of the Media." Working paper, Harvard Business School and the University of Chicago.
- . 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *Journal of Finance* 59: 537-608.
- Dye, Ronald A. 1992. "Relative Performance Evaluation and Project Selection." *Journal of Accounting Research* 30: 27-52.
- Easterbrook, Frank H. 1984. "Managers Discretion and Investors Welfare: Theories and Evidence." *Delaware Journal of Corporate Law* 9: 540-573.
- Eisenberg, Melvin A. 1989. "The Structure of Corporation Law." *Columbia Law Review* 89: 1461-1489.
- . 1999a. "The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations." 7th Annual Corporate Governance Institute (SE 39 ALL-ABA), 102-130.

- 1996 "Corporate Law and Social Values." *Corporate Law Review* 10: 433-439.
- Dean Charles B. 1996 "Executive Over-Compensation—A Social Issue?" *Business Ethics and Society* 10: 47-60.
- 1997 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Edelman, David, Michael Gordon, and Edward Wayne. 1999. "The Death of the Firm: The Role of the Firm in the Social Structure of the Firm." *Journal of Applied Corporate Finance* 11: 30-40.
- Eggleston, James. 1996. "Executive Compensation, Institutional Investors, and the Social Structure of the Firm." *Journal of Applied Corporate Finance* 8: 30-40.
- 1997 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 1996 "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Applied Corporate Finance* 8: 200-207.
- Epstein, Eugene J. 1997 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 1998 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 1999 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2000 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2001 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2002 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2003 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2004 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2005 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2006 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2007 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2008 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2009 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2010 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2011 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2012 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2013 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2014 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2015 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2016 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2017 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2018 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2019 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2020 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2021 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2022 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2023 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2024 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.
- Epstein, Eugene J. 2025 "The Role of Legal Compensation and Stock Ownership." *University of Connecticut Law Review* 15: 497-511.

- Hermal, James E. 1996. "Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor." *University of Cincinnati Law Review* 63: 749-767.
- Hermal, Thomas, Steve Mahowald, and Terry Shervin. 1994. "Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Retired Provision." *Journal of Accounting Research* 31: 231-236.
- Hermal, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. 1998. "Independently Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO." *American Economic Law Review* 88 (March): 95-126.
- . 2003. "Boards of Directors as an Independently Determined Institution: A Survey of the Economic Literature." *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 7: 7-26.
- Hirschberg, Charles P., and R. Glenn Hubbard. 2006. "Executive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity." Working paper, Columbia University and the National Bureau of Economic Research.
- Hirschleifer, Josh. 1978. "Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Biology." *American Economic Review* 68: 135-243.
- Madigan, Paul. 2002. "Golden Helms." *The Corporate Library*.
- . 2002. "My Big Fat Corporate Loan." *Study by the Corporate Library*.
- . 2003. "Golden Parachutes and Combined Landings." *The Corporate Library*.
- . 2003. "Paying CEOs to Stay at Home." *The Corporate Library*.
- . 2003. "What Really Happened to CEO Pay in 2003." *The Corporate Library*.
- Mahowald, Clifford, Randall Krossner, and Dennis Sheehan. 1998. "What the Good Old Days That Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression." *Journal of Finance* 54: 689-709.
- Mahowald, Doug. 1999. "Moral Hazard and Ethicality." *Bell Journal of Economics* 18: 76-91.
- . 1992. "Moral Hazard in Teams." *Bell Journal of Economics* 13: 329-369.
- Mahowald, Steven. 1994. "Employee Stock Options." *Journal of Accounting and Economics* 17: 205-233.
- Mahowald, Gary M., Richard A. Lashburn, and David F. Lashburn. 1992. "An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis." *Journal of Accounting Research* 30: 33-69.
- Jensen, Michael C. 1990. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *Financial Economics* 26: 115-132.
- Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy. 1990. "CEO Incentives It's Not How Much You Pay, but How." *Harvard Business Review* 68: 132-153.
- . 1990. "Performance, Pay and Top-Management Incentives." *Journal of Political Economy* 98: 225-264.
- Jensen, Michael C., and William Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jin, Li. 2002. "CEO Compensation, Disincentives, and Turnovers." *Journal of Financial Economics* 66: 29-66.

- Kim, Li, and Lim Moulbroeck. 2001. "Do Underwater Executive Stock Options Sell Align Incentives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incentive-Alignment." Working paper, Harvard Business School.
- Johnson, Shane A., Marley E. Ryan, and Yanning S. Tian. 2003. "Executive Compensation and Corporate Fraud." Working paper, Louisiana State University and York University.
- Johnson, Shane, and Yanning S. Tian. 2000. "Indexed Executive Stock Options." *Journal of Financial Economics* 57: 33-64.
- . 2000. "The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans." *Journal of Financial Economics* 57: 3-34.
- Kahan, Martin, and Ed Rock. 2002. "How I Learned to Stop Worrying and Love the Mlt Adaptive Response to Takeover Law." *University of Chicago Law Review* 69: 1033-1038.
- Kalish, Kathleen M., and Kaldeep Shetty. Forthcoming. "Executive Loans." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Ke, Bin. 2003. "The Influence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increases." Working paper, Pennsylvania State University.
- Ke, Bin, Steven Hubbard, and Kathy Petroni. 2003. "What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades." *Journal of Accounting and Economics* 35: 315-346.
- Kedia, Simi, and Natasha Berman. 2003. "Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements." Working paper, Harvard Business School.
- Khanna, Rakish. 2002. *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Koh, Stacy R. 1997. "The Complexity of Compensation Contracts." *Journal of Financial Economics* 43: 79-104.
- Lambert, Richard A., David F. Larcker, and Robert E. Verrecchia. 1991. "Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation." *Journal of Accounting Research* 29: 129-149.
- Lambert, Richard A., David F. Larcker, and Keith Weigelt. 1993. "The Structure of Organizational Incentives." *Administrative Science Quarterly* 38: 438-461.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance* 54: 471-517.
- Levack, William S. 2002. "Plundering America: Have American Investors Got Taken for Thrillbids by Corporate Insiders." *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 10: 243-250.
- Leventosh, Alex. 2001. "A Garden of Stock Options Helps Harvest Talent." *Strategic Finance* 83: 70-74.
- Levinson, Saul. 2001. "Puzzling Stock Options and Compensation Norms." *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1901-1940.
- Lipton, Martin. 1979. "Takeover Bids to the Target's Boardroom." *Business Lawyer* 34: 1011-1024.

- Lipton, Martin, and Steven A. Rasmussen. 2003. "Executive Covenants in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come." *Business Lawyer* 58: 67-94.
- Lorenson, Mark J. 1996. "Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform." *Southern Methodist University Law Review* 50: 104-111.
- . 2000. "The Conundrum of Executive Compensation." *White Paper Law Review* 25: 1-70.
- Lorsch, Jay W. 1998. "Compensating Corporate CEOs: A Progress View." Harvard Business School working paper 99-093.
- Lorsch, Jay W., and Elizabeth M. Mainor. 1989. *Payees or Potentials? The Reality of American's Corporate Rewards*. Boston: Harvard Business School Press.
- Lorsch, Jay W., and Krishna G. Palepu. 2003. "Limits to Board Effectiveness." Working paper, Harvard Business School.
- Lynn, Denis S. K. 1999. "CEO Covenants: A Realist's Report." *Diapers & Bands (summer)*: 43-48.
- Main, Brian G. M., Charles A. O'Reilly III, and James Wade. 1990. "The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives." *Industrial and Corporate Change* 1: 292-332.
- Matten, Henry G. 1903. "Managers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 73: 118-128.
- Martin, Kenneth J., and Randall S. Thomas. Forthcoming. "When Is Enough Enough? Market Reaction to Highly Effective Stock Option Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensation." *Journal of Corporate Finance*.
- McConnell, John J., and Henri Servais. 1998. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics* 27: 295-412.
- McFall, Chris, Greg Wickham, and Eric Powers. 2002. "Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates versus Stand-Alone Firms." Working paper, School of Business, Penn State Erie, and Marquette School of Business, University of South Carolina.
- Meckleroch, Lin E. 2004. "Executive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options." Working paper, Harvard Business School.
- Milham, Ira M. 1975. "The Professional Board." *Boston Lawyer* 50: 1437-1443.
- Milham, Ira M., and Paul W. MacAfee. 1990. "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation." *Columbia Law Review* 96: 1283-1321.
- Milgrom, James A. 1996. "The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization." *Bell Journal of Economics* 7: 105-131.
- Moeller, Sara B., Frederick P. Schlingensiefel, and Kate M. Ickes. 2004. "Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?" Working paper, Southern Methodist University, University of Pittsburgh, and Ohio State University.
- Moran, Robert A. G. 1999. *The Emperor's Nightingale: Saving the Integrity of the Corporation in the Age of Shareholder Activism*. Boston: Addison-Wesley Publishing.

- Masulis, Robert A. G., and Neil Marsh. 1980. *Corporate Governance*. 2nd ed. Cambridge, MA: Blackwell Publishing.
- . 2001. *Corporate Governance*. 3rd ed. Oxford: Blackwell Publishing.
- Montgomery, Cynthia A., and Rhonda Kaufman. 2005. "The Board's Missing Link." *Harvard Business Review* 83: 34–43.
- Murphy, Randall Anden Gertler, and Robert Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation." *Journal of Financial Economics* 20: 293–315.
- Murphy, Kevin J. 1995. "Politics, Economics, and Executive Compensation." *University of California Law Review* 63: 713–746.
- . 1999. "Executive Compensation." In *Handbook of Labor Economics*, edited by Orley Ashenfelter and David Card. Vol. 3, bk. 2. New York: Elsevier.
- . 2000. "Performance Standards in Incentive Contracts." *Journal of Accounting and Economics* 30: 245–278.
- . 2002. "Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options." *University of Chicago Law Review* 69: 807–809.
- Murphy, Kevin J., and Paul Oyer. 2000. "Discussion in Executive Incentive Contracts." Working paper, University of Southern California Marshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business.
- Neuhaus, Harry A., and Helen A. Meese. 1999. "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?" *Financial Management* 28: 41–53.
- Nohel, Jens, and Steven Todd. 2004. "Stock Options and Managerial Incentives to Invest." *Journal of Derivative Accounting* 1: 39–46.
- Ofek, Eli, and David Yermack. 1997. "Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership." *Journal of Finance* 52: 1367–1384.
- O'Reilly III, Charles A., Byron G. Main, and Geoff E. Crystal. 1988. "CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Test of Two Theories." *Administrative Science Quarterly* 33: 257–274.
- Qian, Eric W. 1998. "Whistling and Shouting: A Legal Theory of the Firm." *Rule Law and Policy Review* 16: 266–320.
- Oyer, Paul. Forthcoming. "Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?" *Journal of Finance*.
- Parsons, Robert. 1997. "CEO Turnover and Outside Incentives: A Cross-Sectional Analysis." *Journal of Financial Economics* 46: 145–197.
- Parshbhan, David, Rahul Kochhar, and Edward Levine. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." *Academy of Management Journal* 41: 288–300.
- Patel, Mervyn B. Forthcoming. "Equity Index Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations: 2001."
- . 2002. "Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back." *USA Today*, November 21, B4.
- . 2003. "2003 Director Compensation." <http://www.amerigay.com/Execs.htm> [accessed June 23, 2004].

- Perry, Ted, and Marc Zenner. 2000. "CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?" *Wake Forest Law Review* 35: 123-153.
- Pollack, Timothy G., Harald M. Fischer, and James B. Wade. 2003. "The Role of Power and Politics in Repricing Executive Options." *Academy of Management Journal* 46: 1172-1182.
- Porta, Joseph P., James B. Wade, and Timothy G. Pollack. 1999. "Industry Categorism and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation." *Administrative Quarterly* 44: 112-144.
- Quinn, Linda C. 1995. "Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements." In *Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation*. *University of Cincinnati Law Review* 63: 749-815.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. "Power in a Theory of the Firm." *Quarterly Journal of Economics* 113: 387-432.
- . 2001. "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms." *Quarterly Journal of Economics* 116: 803-851.
- Randall, Clarence B. *The Executive in Transition*. New York: McGraw-Hill, 1967.
- Rappaport, Alfred. 1999. "New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance." *Harvard Business Review* 77: 91-101.
- Ritchie, Thomas A. 2001. "New Guidelines in Accounting for Stock-Based Compensation: FASB No. 44." *National Public Accountant* 46: 28-30.
- Ruston, Kirby B. 1999. *Executive Pay, 1998: Chief Executive Officer Compensation at S&P Super 1,500 Companies as Reported in 1998*, Vol. 2. Washington DC: Investor Responsibility Research Center.
- Ryan, Harley B. Jr., and Ray A. Wiggins III. Forthcoming. "Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power and Barriers to Effective Monitoring." *Journal of Financial Economics*.
- Saly, P. Jane. 1994. "Repricing Executive Stock Options in a Down Market." *Journal of Accounting and Economics* 16: 325-356.
- Saly, P. Jane, Ravi Jagannathan, and Steven J. Hubbard. 1999. "Valuing the Relaxed Features of Executive Stock Options." *Accounting Horizons* 13: 219-240.
- Schler, David M. 2000. "Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility." *Columbia Law Review* 108: 440-504.
- . 2001. "Tax Constraints on Indexed Options." *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1941-1954.
- . 2002. "Reducing the Tax Costs of Indexed Options." *Tax Notes* 96: 1375-1382.
- Scholes, Myron S., Mark A. Wolfson, Mark Erickson, Edward L. Maydew, and Terry Shevlin. 2002. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Schwab, Stewart J., and Randall S. Thomas. 2004. "What Do CEOs Bargain For? An Empirical Study of Key Legal Components of CEO Contracts." Working paper, Cornell Law School and Vanderbilt Law School.
- Seylan, H. Nejat. 1998. *Investment Intelligence from Insider Trading*. Cambridge, MA: MIT Press.

- Shavell, Steven. 1979. "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship." *Bell Journal of Economics* 10: 55-73.
- Shivdasani, Anil, and David Yermack. 1999. "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis." *Journal of Finance* 54: 1829-1853.
- Stelcher, Andrei, and Robert W. Vishay. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94: 461-488.
- . 1989. "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics* 25: 123-140.
- Sivabharan, Kumar, and Gregory Wraynair. 1994. "Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings." *Financial Management* 23: 23-32.
- Smith, Adam. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Reprint, New York: Modern Library, 1937.
- Soyles, Franklin. 2003. "More Pieces of the Compensation Puzzle." *Duke Law Journal of Corporate Law* 28: 129-183.
- Stein, Jeremy C. 1988. "Takeover Threats and Managerial Myopia." *Journal of Political Economy* 96: 61-80.
- Stout, Lynn. 1988. "The Unimportance of Being Efficient." *Michigan Law Review* 87: 613-709.
- Stouten, Gary. 2003. "Companies Push Up to Keep Directors: Boards Seats Have Become Hot Seats." *USA Today*, November 21, B4.
- Subramanian, Narayanan, Anura Chakrabarty, and Shabbaz Sheikh. 2003. "Performance Incentives, Performance Pressure, and Executive Turnover." Working paper, Brandeis University.
- Sweeney, Scott L., and John T. Sweeney. 1998. "Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis." *Accounting Review* 73: 131-166.
- Symposium on Norms and Corporate Law. 2001. *University of Pennsylvania Law Review* 149: 1807-2193.
- Thomas, Randall S., and Kenneth J. Martin. 1994. "Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?" *Washington Law Review* 73: 41-80.
- . 1999. "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation." *University of Cincinnati Law Review* 67: 1021-1065.
- . 2000. "The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans." *Wake Forest Law Review* 35: 31-82.
- . 2001. "Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?" *Washington University Law Quarterly* 79: 593-613.
- Tian, Yilang S. 2001. "Optimal Contracting, Incentive Effects and the Valuation of Executive Stock Options." Working paper, York University.
- Tirole, Jean. 1988. *The Theory of Industrial Organization*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Toni, Henry L., and Luis R. Gomez-Mejia. 1989. "The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective." *Administrative Science Quarterly* 34: 189-189.
- Wade, James, Charles A. O'Reilly III, and Ike Chandrasekhar. 1990. "Golden Parachutes:

- CEOs and the Exercise of Social Influence." *Administrative Science Quarterly* 39: 387-403.
- Wade, James, Charles A. O'Reilly III, and Tim Pollock. 2004. "Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation." Working paper, University of Wisconsin-Madison, Stanford University, and University of Maryland.
- Wade, James B., Joseph F. Porne, and Timothy G. Pollock. 1997. "Worth, Words, and the Justification of Executive Pay." *Journal of Organizational Behavior* 18: 641-659.
- Weisbach, Michael S. 1988. "Outside Directors and CEO Turnover." *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Weston, Fred J., Juan A. Sias, and Brian A. Johnson. 2001. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. 3rd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Williamson, Oliver. 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Wu, Yilin. 2004. "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program." *Journal of Corporate Finance* 16: 199-227.
- Wulf, Julie. 2004. "Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from 'Mergers of Equals.'" *Journal of Law, Economics & Organization* 20 (2004): 60-101.
- Yablou, Charles M. 1999. "Bonus Questions—Executive Compensation in the Era of Pay for Performance." *Notre Dame Law Review* 75: 271-308.
- Yermack, David. 1995. "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?" *Journal of Financial Economics* 39: 237-269.
- . 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40: 185-211.
- . 1997. "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements." *Journal of Finance* 52: 449-477.
- Zald, Mayer N. 1969. "The Power and Fractions of Boards of Directors: A Theoretical Synthesis." *American Journal of Sociology* 75: 97-111.

منتدى سور الازليكيه

WWW.BOOKS4ALL.NET